

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

Matheus de Lima Correia

**A IMPLEMENTAÇÃO DAS COMPANHIAS COM PROPÓSITO ESPECÍFICO DE
AQUISIÇÃO NO BRASIL COMO FORMA DE FOMENTAR A REALIZAÇÃO DE
OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS NO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Orientador: Prof. Giovanni Ettore Nanni

SÃO PAULO

2022

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO

Matheus de Lima Correia

RA0208460

**A implementação das Companhias com Propósito Específico de Aquisição no
Brasil como forma de fomentar a realização de ofertas públicas iniciais no
mercado de capitais brasileiro**

Monografia apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de BACHAREL em Direito, elaborada de acordo com as diretrizes do departamento de direito da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, sob a orientação do Prof. Dr. Giovanni Ettore Nanni.

SÃO PAULO

2022

[•]

CORREIA, Matheus de Lima

A implementação das Companhias com Propósito Específico de Aquisição no Brasil como forma de fomentar a realização de ofertas públicas iniciais no mercado de capitais brasileiro/ Matheus de Lima Correia – São Paulo, 2022.

58 f.; 30 cm.

Prof. Dr. Giovanni Ettore Nanni

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Direito) – Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, 2022.

1. Introdução. 2. O Mercado de Capitais Brasileiro e a Bolsa de Valores. 3. Realização de Ofertas Públicas Iniciais Mediante Special Purpose Acquisition Companies. 4. Posicionamento dos Reguladores Sobre as Spacs. Nanni, Giovanni Ettore Nanni. Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. A implementação das Companhias com Propósito Específico de Aquisição no Brasil como forma de fomentar a realização de ofertas públicas iniciais no mercado de capitais brasileiro

Matheus de Lima Correia

A implementação das Companhias com Propósito Específico de Aquisição no Brasil como forma de fomentar a realização de ofertas públicas iniciais no mercado de capitais brasileiro

Monografia apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de BAICHAREL em Direito, sob a orientação do Prof. Dr. Giovanni Ettore Nanni.

Aprovado em: ____/____/____

BANCA EXAMINADORA

Dr. [Nome completo] – PUC/SP

Dr. [Nome completo] – PUC/SP

Dr. [Nome completo] – PUC/SP

AGRADECIMENTOS

Dedico este trabalho a todas as pessoas que me acompanharam ao longo dessa jornada e aos que seguem me acompanhando até hoje.

Agradeço, primeiramente, a minha mãe, Suzann, e ao meu irmão, Murilo, por me apoiarem incondicionalmente em todas as minhas escolhas e por estarem sempre do meu lado.

Agradeço aos meus avós por parte materna, Fernando e Sonia, bem como à minha avó por parte paterna, Josefina, por todo o suporte e orientações em todos os momentos da minha vida.

Agradeço ao meu pai, Marcelo, e ao meu irmão Gabriel, por me ensinarem que as relações familiares são mais fortes que qualquer distância, se mantêm intactas independente do tempo.

Agradeço à minha tia, Sirley, e à minha prima, Natalia, por toda a recepção e suporte, bem como por todas as orientações, pessoais e profissionais, proporcionados desde a minha chegada à São Paulo e, inclusive, antes da minha chegada.

Agradeço à Stephanie, por toda a parceria e cumplicidade proporcionada ao longo de toda essa trajetória, sendo o meu porto seguro tão longe de casa.

Agradeço à minha bisavó, Nila de Menezes, e ao meu padrasto-pai, Jeferson, por tudo. Vocês estarão para sempre em minha memória e eu dedico este trabalho de conclusão de curso, principalmente, a vocês. Gostaria que estivessem aqui para ler esta dedicatória.

Gostaria, ainda, de agradecer aos colegas que conheci ao longo de todas as turmas que passei, em especial a Gabriela Ramalho, que me sempre me ajudou de todas as formas possíveis ao longo da minha trajetória na universidade.

Gostaria de agradecer, também, aos meus colegas de treino no jiu-jitsu da PUC, em especial o Fernando Bueno, pois vocês me mostraram um dos aspectos mais legais da faculdade.

Por fim, gostaria de agradecer a todos aqueles que me ajudaram de alguma forma a chegar até aqui, mas que não estão expressamente incluídos na dedicatória acima. Sem vocês, este trabalho de conclusão de curso não estaria concluído.

RESUMO

Este trabalho tem por objeto realizar uma análise conceitual e prática do instrumento adotado pelo mercado de capitais estrangeiro, denominado companhia de propósito específico de aquisição, descrevendo sua formação, funcionamento, agentes, razões e riscos, levando em consideração seu exponencial crescimento no mercado americano nos últimos dois anos, a fim de compreender a viabilidade da sua implementação, como ferramenta para abertura de capital de empresas mediante ofertas públicas iniciais, no mercado de capitais brasileiro e o impacto acarretado em decorrência da implementação deste instrumento pelo direito brasileiro. Para tanto, faz-se uma breve análise do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, passando a uma análise conceitual acerca do instrumento denominado *special purpose acquisition company*, explorando os comentários e orientações dos reguladores referentes a referido instrumento e, enfim, apresentando a conclusão alcançada diante da análise realizada.

Palavras-chaves: Mercado de Capitais, Companhia de Propósito Específico de Aquisição, Abertura de Capital, Ofertas Públicas Iniciais.

ABSTRACT

This paper seeks to carry out a conceptual and practical analysis of the instrument adopted by the foreign capital market, called special purpose acquisition company, describing its formation, functioning, agents, reasons and risks, taking into account its exponential growth in the American market in the last two years, in order to understand the feasibility of its implementation, as a tool for opening the capital of companies through initial public offerings, in the Brazilian capital market and the impact caused by the implementation of this instrument by Brazilian law. In order to do so, a brief analysis of the development of the Brazilian capital market is made, moving on to a conceptual analysis about the instrument called special purpose acquisition company, exploring the comments and guidelines of the regulators regarding said instrument and, finally, presenting the conclusion reached. given the analysis performed.

Keywords: Capital Markets, Special Purpose Acquisition Company, Public Listing, Initial Public Offerings

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ABNT	Associação Brasileira de Normas Técnicas
ANBIMA	Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais
B3	B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão
CVM	Comissão de Valores Mobiliários brasileira
EUA	Estados Unidos da América
IPO	<i>Initial Public Offering</i> ou Oferta pública inicial
Lei das S.A.	Lei Federal n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated
NYSE	New York Securities Exchanges
PUC/SP	Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
SEC	Comissão de Valores Mobiliários norte-americana
SPAC	<i>Special Purpose Acquisition Company</i> ou Companhia de Propósito Específico de Aquisição
TCC	Trabalho de Conclusão de Curso

SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO	11
2.	O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO E A BOLSA DE VALORES	13
2.1.	Introdução sobre o Mercado de Capitais.....	13
2.1.1.	O Sistema Financeiro.....	13
2.1.2.	O Mercado de Crédito.....	14
2.1.3.	O Mercado de Capitais	15
2.2.	A História da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão	16
2.3.	A Situação atual da Bolsa de Valores Brasileira	21
3.	REALIZAÇÃO DE OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS MEDIANTE SPECIAL PURPOSE ACQUISITION COMPANIES.....	23
3.1.	A Oferta Pública Inicial Tradicional	23
3.2.	O surgimento das Special Purpose Acquisition Company.....	27
3.3.	Conceito atual de Special Purpose Acquisition Company.....	28
3.3.1.	Patrocinador.....	29
3.3.2.	Investidores	31
3.3.3.	Empresas-alvo	31
3.3.4.	Ciclo de vida da SPAC	32
3.3.5.	Vantagens decorrentes de IPO por meio de SPACs	35
4.	POSICIONAMENTO DOS REGULADORES SOBRE AS SPACS	36
4.1.	Regulamentação estrangeira	36
4.1.1.	Regulamentação brasileira.....	38
4.2.	Relatório com considerações da B3 sobre a implementação das SPACs no Brasil	40
4.2.1.	A específica destinação dos recursos captados pela SPAC.	40
4.2.2.	Aprovação da Combinação de negócios em assembleia geral de acionistas.....	41
4.2.3.	Cláusulas mínimas estatutárias.....	43
4.2.4.	Ressarcimento de Investidores	43
4.2.5.	Obrigações Informativas.....	44

4.3.	Primeira SPAC brasileira	45
4.4.	Riscos relacionados às operações envolvendo SPACs	45
5.	CONCLUSÃO	47

1. INTRODUÇÃO

O mercado de capitais consiste em uma das principais fontes de recursos financeiros para o mundo corporativo, de forma que, naturalmente, seus desdobramentos fomentam o interesse da mídia, acarretando em inúmeras reportagens, artigos e estudos publicados diariamente.

Dentre os temas relacionados ao mercado de capitais, poucos têm chamado tanta atenção, atualmente, como o crescimento da utilização de *Special Purpose Acquisition Companies* (ou “SPACs”).

Em português, denominadas Companhias de Propósito Específico de Aquisição, as SPACs se apresentam como uma alternativa ao tradicional processo de oferta pública inicial de ações e vêm ganhando espaço dentre as principais bolsas do planeta.

Em 2020, as operações envolvendo o uso de SPACs nos EUA passaram a arrecadar quase 500% a mais comparado aos valores arrecadados em 2019, movimentando cerca de US\$ 78 bilhões¹. O aumento exponencial da utilização das SPACs fica ainda mais claro ao analisar os mesmos dados, referentes aos primeiros três meses de 2021. Nesse período, as operações de IPO feitas através de SPACs na bolsa americana ultrapassaram os US\$ 78 bilhões, chegando ao montante de US\$ 79,4 bilhões², que se transformariam em cerca de US\$ 100 bilhões até o final de junho de 2021³.

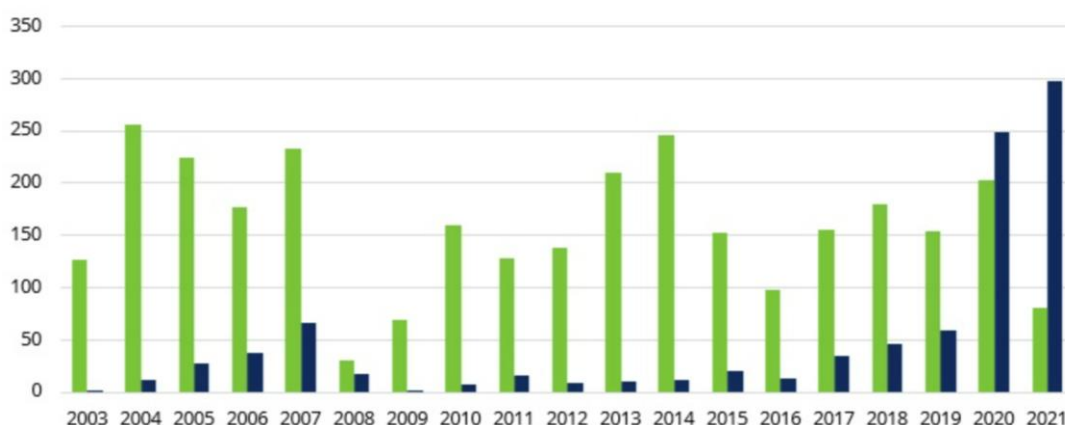
O aumento do uso das SPACs é observado claramente ao comparar o montante arrecadado e o número de casos de IPO realizados por meio de SPACs com os de tradicionais IPOs. Até 2018 o número de IPOs realizados por meio de SPACs ainda era pequeno, mas em 2019 houve um aumento do número de SPACs nos EUA potencializados em 2020.

¹ FINANCIAL TIMES. Spac boom eclipses 2020 fundraising record in single quarter. Disponível em: <https://www.ft.com/content/321400c1-9c4d-40ac-b464-3a64c1c4ca80> . Acessado em 27 abril de 2022, às 20h00.

² Ibidem.

³ AGNEW, Harriet. ALIAJ, Ortenca. Spac boom is creating ‘castles in the sky’. Financial Times. Disponível em: <https://www.ft.com/content/da44b18e-51e5-40ab-9e34-70879952edce> . Acessado em 27 abril de 2022, às 20h00.

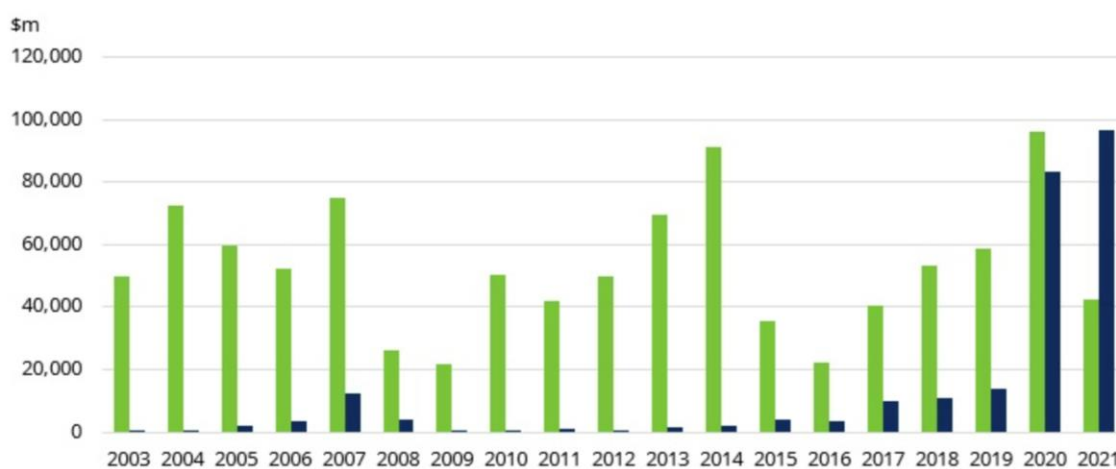
Figura 1 - Número de IPOs nos EUA: SPAC (azul) vs. Não SPAC (verde)



Fonte 1: SPAC Analytics, Schroders. De 31 de março de 2021. 600864

Em 2020, pela primeira vez, o número de SPACs realizados na bolsa de valores norte-americana foi similar ao de IPOs tradicionais. Na sequência, até 31 de março de 2021, o número de IPOs realizados por meio de SPACs já havia superado o de IPOs tradicionais nos EUA.

Figura 2 - Valor de IPOs nos EUA: SPACs (azul) vs. Não SPACs (verde)



Fonte 2: SPAC Analytics, Schroders. De 31 de março de 2021. 600864

Ainda que o instituto das SPACs tenha se tornando ferramenta popular para buscar investimentos nos EUA e, ainda que em menor proporção, em outros mercados desenvolvidos, procedimentos de abertura de capital envolvendo SPACs ainda não foram realizados no mercado brasileiro. Embora haja grande expectativa em relação à utilização da ferramenta em território nacional, muitos são os desafios, em especial regulatórios, para que uma SPAC brasileira seja viável.

Este trabalho tem como objetivo facilitar o entendimento, funcionamento e características das chamadas Companhias de Propósito Específico de Aquisição e sua relação com os tradicionais IPOs, desde sua criação em meados dos anos 90.

O trabalho se utiliza, em grande parte, de artigos, livros e outras fontes com o intuito de qualificar o conteúdo apresentado.

2. O MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO E A BOLSA DE VALORES

2.1. Introdução sobre o Mercado de Capitais

2.1.1. O Sistema Financeiro

O sistema financeiro se trata de uma parte fundamental para qualquer sociedade econômica moderna, sendo o responsável pela alocação de recursos entre agentes deficitários e agentes superavitários, conforme necessário.

Tal fato decorre da dinâmica econômica na qual a sociedade contemporânea capitalista se insere, na qual determinados agentes do mercado superavitários mantêm o seu excedente de produção, escolhendo poupar bens no intuito de utilizá-los para outros fins, dentre os quais, investimentos em negócios alheios, a fim de gerar lucro com o capital investido. Ao longo deste trabalho, essa categoria de agentes do mercado superavitários será denominada “Poupadores”.

Paralelamente aos Poupadores, existem os agentes de mercado deficitários que necessitam de capital adicional, como por exemplo, o empreendedor que necessita de determinada quantia para financiar o seu empreendimento, mas não possui meios suficientes para tanto. Ao longo desta monografia, essa categoria de agentes do mercado será denominada “Tomadores”.

Nota-se, portanto, que o cenário mencionado acima dispõe, de um lado, de Poupadores, que possuem capital excedente e gostariam de investi-lo a fim de gerar lucro e, paralelamente, de Tomadores, que necessitam de recursos adicionais para financiar seus empreendimentos.

Tendo em vista esse cenário de oferta e demanda de recursos, o sistema financeiro surge com a função de gerar um ambiente que comporte as transações de recursos suscitadas por e entre Poupadores e Tomadores.

De acordo com a CVM, podemos conceituar o sistema financeiro como o conjunto de instituições e instrumentos que viabilizam o fluxo financeiro entre os Poupadores e os Tomadores de recursos na economia⁴.

Nota-se, portanto, a importância do sistema financeiro para o adequado funcionamento e crescimento econômico de uma nação, na medida em que fomenta o fluxo de capitais necessário para a realização de investimentos comerciais e industriais, gerando empregos e renda.

2.1.2. O Mercado de Crédito

É importante destacar que, embora haja a demanda de recursos, por parte dos Tomadores, e a disponibilidade de recursos, por parte dos Poupadores, muitas vezes os valores necessários e disponibilizados pelos agentes divergem.

A título de exemplo, imaginar um indivíduo, que laborou durante vários anos, economizando, mensalmente, uma parte de seus salários, resultando em uma economia de R\$ 50.000,00 (cinquenta mil reais). Paralelamente, há uma rede de supermercados que necessita de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), para financiar seu projeto de expansão. Observa-se, logicamente, que o montante disponibilizado pelo indivíduo não é suficiente para financiar a expansão da rede de supermercados, o que inviabilizaria uma potencial transação entre ambos.

Para suprir essa demanda do mercado, desenvolveram-se instituições financeiras especializadas em intermediar essas operações, atuando como agentes intermediários que iriam realizar transações com diversos indivíduos, a fim de captar recursos para, posteriormente, transacionar com a rede de supermercados.

A função basilar das supracitadas instituições financeiras consiste em captar os recursos disponibilizados pelos Poupadores, pagando como contrapartida, uma remuneração representada pelos juros, e emprestar os recursos obtidos aos Tomadores, recebendo como contrapartida, uma remuneração representada pelos juros, naturalmente a uma taxa mais alta do que a proporcionada aos Poupadores. A diferença entre ambas as taxas é chamada de *spread* e consiste na remuneração recebida pelas instituições financeiras.

⁴ Mercado de valores mobiliários brasileiro. Comissão de Valores Mobiliários. 4ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019, p. 30.

A dinâmica explicada acima ilustra um dos tipos de operações realizadas no segmento do sistema financeiro chamado mercado de crédito. Esse segmento abarca as operações nas quais as instituições financeiras captam os recursos dos agentes superavitários (Poupadores) e os emprestam aos agentes deficitários (Tomadores), assumindo os riscos da operação. Nesse segmento, portanto, as instituições financeiras têm como atividade principal a intermediação financeira propriamente dita.

2.1.3. O Mercado de Capitais

Conforme exposto anteriormente, no mercado de crédito, as instituições financeiras atuam principalmente com a função de intermediação financeira, assumindo os riscos da operação e sendo remuneradas com o *spread*, no entanto, no mercado de capitais, os agentes superavitários alocam seus recursos diretamente aos agentes deficitários, assumindo diretamente os riscos da operação.

Entretanto, é importante destacar que, apesar de as operações do mercado de capitais sempre ocorrerem com a intermediação financeira proporcionada pelas instituições financeiras, neste tipo de operações, a atuação das instituições financeiras se limitam à prestação de serviços, que se dá com a estruturação das operações, assessoramento na formação de preços, captação de clientes, distribuição dos valores mobiliários no mercado entre outros trabalhos.

Nesse sentido, a remuneração das instituições financeiras nas operações de mercado de capitais deixa de ser constituída pelo *spread* e passam a ser constituídas por remuneração pelo serviço prestado.

Paralelamente, nas operações estabelecidas no mercado de capitais, os investidores que alocam seus recursos diretamente para as empresas, adquirem títulos denominados valores mobiliários, que representam as condições estabelecidas na transação.

Esses títulos podem ser baseados em dívida, como é o caso das debêntures, bem como títulos patrimoniais ou de capital, nos quais o investidor se torna sócio do negócio, como é o caso das ações, entre outros vários tipos de valores mobiliários disponíveis no mercado de capitais.

Desta forma, conceitua-se o mercado de capitais como o segmento do mercado financeiro em que são criadas as condições para que as empresas captem recursos

diretamente dos investidores, através da emissão de instrumentos financeiros, com o objetivo principal de financiar suas atividades ou viabilizar projetos de investimentos⁵.

2.2. A História da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão

A história da B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”), se confunde com a história do próprio mercado de capitais brasileiros, tendo em vista que, atualmente, a B3 é a única bolsa de valores ativa no Brasil.

A história da B3 inicia em 23 de agosto de 1890, quando o então presidente Emílio Rangel Pestana fundou a Bolsa Livre, considerada o embrião da bolsa de valores brasileira⁶.

No entanto, a política do encilhamento⁷, um plano econômico infeliz de Ruy Barbosa, no entanto, causou grande crise de crédito e, no fim das contas, a Bolsa Livre fechou as portas em 1891⁸.

Quatro anos depois, em 1895, nascia a Bolsa de Fundos Públicos de São Paulo. Finalmente, 40 anos depois, ela foi transferida para o Palácio do Café, no Pátio do Colégio, no Centro da capital paulista. Foi justamente em 1935 que ela passou a se chamar Bolsa Oficial de Valores de São Paulo⁹.

Demoraria mais 32 anos, em 1967, para passar a se chamar de Bovespa, a Bolsa de Valores de São Paulo¹⁰.

Até o início da década de 60, havia uma bolsa de valores por estado, as quais eram controladas pelas respectivas secretarias estaduais de finanças e eram entidades oficiais corporativas.

Neste período, os brasileiros costumavam investir principalmente em ativos reais, evitando aplicações em títulos públicos ou privados.

⁵ Mercado de valores mobiliários brasileiro. Comissão de Valores Mobiliários. 4ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019, p. 36.

⁶ A História da Bolsa. Disponível em: <https://www.acervob3.com.br/historia-da-bolsa>. Acesso em 29 de maio de 2022, às 23h00.

⁷ ALMEIDA, Ian Coelho de Souza. Abolição, encilhamento e mercado financeiro: uma análise da primeira crise financeira republicana. Rev. Econ. do Centro-Oeste, Goiânia, v.2, n.2, pp. 19-36, 2016.

⁸ A História da Bolsa. Disponível em: <https://www.acervob3.com.br/historia-da-bolsa>. Acesso em 29 de maio de 2022, às 23h00.

⁹ Ibidem.

¹⁰ Ibidem.

O ambiente econômico de inflação crescente se somava à legislação, consubstanciada pelo Código Civil da época¹¹ e pela Lei da Usura¹² que limitava em 12% (doze por cento) ao ano a taxa máxima de juros, limitando assim o desenvolvimento de um mercado de capitais ativo.

A partir do início da ditadura militar brasileira, regime instaurado no Brasil em 1 de abril de 1964 e que durou até 15 de março de 1985¹³, o Governo que assumiu o poder iniciou um programa de grandes reformas na economia nacional¹⁴, dentre as quais figurava a reestruturação do mercado financeiro.

Dentre as normas que impactaram o mercado de capitais brasileiro, vale citar a Lei 4.537, de 16 de julho de 1964, que instituiu a correção monetária através da criação das ORTN (Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional), a Lei n.º 4.595, de 31 de dezembro de 1964, denominada lei da reforma bancária, que reformulou todo o sistema nacional de intermediação financeira e criou o Conselho Monetário Nacional e o Banco Central e, principalmente, a Lei n.º 4.728, de 14 de abril de 1965, a primeira Lei de Mercado de Capitais, que disciplinou este mercado e estabeleceu as bases para seu desenvolvimento.

A edição dessa legislação acarretou diversas modificações relevantes, dentre as quais a reformulação da legislação sobre bolsa de valores; a transformação dos corretores de fundos públicos em sociedades corretoras, forçando sua profissionalização; e a criação dos Bancos de Investimento.

Além disso, foi criada uma Diretoria de Mercado de Capitais no Banco Central, com a finalidade de regulamentar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários, as Bolsas de Valores, os intermediários financeiros e as companhias de capital aberto. Vale destacar que as referidas funções, atualmente, são atribuídas à Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”)¹⁵.

Adicionalmente, foram introduzidos alguns incentivos para a aplicação no mercado acionário, dentre os quais os Fundos 157, criados pelo Decreto Lei n.º

¹¹ Lei nº 3.071, de 1 de janeiro de 1916.

¹² Decreto nº 22.626, de 7 de abril de 1933.

¹³ NETTO, J. P. Pequena história da ditadura militar brasileira (1964-1985). São Paulo: Cortez, 2014.

¹⁴ História do Mercado de Capitais. Disponível em:

<https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html>. Acesso em 29 de maio de 2022, às 23h40.

¹⁵ Ibidem.

157, de 10 de fevereiro de 1967. Estes fundos ofereciam, como opção aos contribuintes, utilizar parte do imposto de renda devido, em aquisição de quotas de fundos de ações de companhias abertas administradas por instituições financeiras.

A introdução de tais incentivos resultou em um grande volume de recursos carreados para o mercado acionário, causando um rápido crescimento da demanda por ações, sem que houvesse aumento simultâneo de novas emissões de ações pelas empresas.

Tal fato desencadeou um *boom*¹⁶ na Bolsa do Rio de Janeiro e, após o *boom* alcançar o seu ponto máximo em julho de 1971, iniciou-se um processo de venda de posições realizado por investidores mais experientes.

A situação agravou progressivamente com as novas emissões realizadas na bolsa de valores, aumentando a oferta de ações, em um momento no qual muitos investidores, assustados com a rapidez e a magnitude do movimento de baixa, buscavam vender seus títulos.

O movimento especulativo conhecido como “*boom* de 1971” teve curta duração, mas ocasionou grandes prejuízos aos investidores, resultando em um mercado deprimido por vários anos, como consequência da falta de confiança por parte dos investidores¹⁷.

Nos anos seguintes, foram realizadas novas tentativas por parte do Governo, no intuito de incentivar o crescimento do mercado, como isenção fiscal dos lucros obtidos em bolsa de valores e programas de financiamento a juros subsidiados efetuados pelo BNDES aos subscritores de ações distribuídas publicamente, entretanto, pouco frutíferas.

Em 1976, foram introduzidas duas normas, ainda em vigor: a Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, a nova Lei das Sociedades por Ações, até então regulada por um antigo Decreto-Lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940, e a Lei

¹⁶ Expressão em inglês utilizada para descrever uma expansão rápida e muito abrangente de determinada atividade financeira.

¹⁷ Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html. Acesso em 29 de maio de 2022, às 23h40.

n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, segunda Lei do Mercado de Capitais que, entre outras inovações, criou a Comissão de Valores Mobiliários, com a função de regulamentar e desenvolver o mercado de capitais, fiscalizar as bolsas de valores e as companhias abertas.

Não obstante aos incentivos proporcionados, o mercado de capitais não teve o crescimento esperado, ainda que em alguns momentos tenha havido um aumento na quantidade de companhias abrindo seu capital e um volume razoável de recursos captados durante a década de 1980.

A partir do Decreto Lei 1.401, de 7 de maio de 1975, foram feitas as primeiras tentativas para atrair capitais externos para aplicação no mercado de capitais brasileiro, mas o processo de internacionalização do mercado aconteceu com mais força a partir da edição da Resolução do CMN nº 1.289, de 20 de março de 1987.

A partir de meados da década de 1990, com a aceleração do movimento de abertura da economia brasileira, aumenta o volume de investidores estrangeiros atuando no mercado de capitais brasileiro. Além disso, algumas empresas brasileiras começam a acessar o mercado externo através da listagem de suas ações em bolsas de valores estrangeiras, principalmente a *New York Stock Exchange* (“NYSE”), sob a forma de ADR (*American Depositary Reciepts*), com o objetivo de se capitalizar através do lançamento de valores mobiliários no exterior.

Ao listar suas ações nas bolsas americanas, as companhias abertas brasileiras foram obrigadas a seguir diversas regras impostas pela SEC (*Securities and Exchange Comission*), órgão regulador do mercado de capitais norte-americano, relacionadas a aspectos contábeis, de transparência e divulgação de informações, os chamados “princípios de governança corporativa”.

Desde então, as empresas brasileiras começam a ter contato com acionistas mais exigentes e sofisticados, acostumados a investir em mercados com práticas de governança corporativa mais avançadas. Ao número crescente de investidores estrangeiros soma-se uma maior participação de investidores institucionais brasileiros de grande porte e mais conscientes de seus direitos.

Com o passar do tempo, o mercado de capitais brasileiro passou a perder espaço para outros mercados devido à falta de proteção ao acionista minoritário e a incertezas em relação às aplicações financeiras. A falta de transparência na gestão e a ausência de instrumentos adequados de supervisão das companhias influenciavam a percepção de risco e, conseqüentemente, aumentavam o custo de capital das empresas¹⁸.

Em 11 de dezembro de 2000, as duas principais bolsas de valores (São Paulo e Rio de Janeiro) iniciaram um processo de unificação com as nove bolsas brasileiras ainda existentes na época. A Bolsa de São Paulo (Bovespa) cuidaria das ações e a bolsa do Rio de Janeiro ficaria responsável pelos títulos públicos¹⁹.

Em 26 de outubro de 2007, a Bovespa Holding S.A. realizou sua abertura de capital, por meio de uma oferta pública inicial (*initial public offering*) (“IPO”), e em 8 de maio de 2008, se fundiu à Bolsa de Mercadorias & Futuros - BM&F S.A., passando a ser chamada BM&F Bovespa S.A. – Bolsa de Valores (“BM&Fbovespa”)²⁰.

Em 30 março de 2017, a BM&FBovespa e a Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (“CETIP”) se uniram com o objetivo de conectar, desenvolver e viabilizar o mercado financeiro e de capitais no Brasil. Assim surgiu a B3 S.A. – Brasil, Bolsa e Balcão (“B3”)²².

Algumas iniciativas institucionais e governamentais foram implementadas nos últimos anos com o objetivo de assegurar melhorias das práticas de governança corporativa das empresas brasileiras, das quais destacamos: a aprovação da Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001 e a criação dos segmentos

¹⁸ Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html. Acesso em 29 de maio de 2022, às 23h40.

¹⁹ B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Disponível em: <https://www.acervob3.com.br/historia-da-bolsa> . Acesso em 29 de maio de 2022, às 23h40.

²⁰ Ibidem.

²¹ B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Comunicado ao Mercado publicado em 8 de maio de 2008. Disponível em: <https://ri.b3.com.br/pt-br/outras-informacoes-para-investidores/central-de-downloads/>. Acesso em 29 de maio de 2022, às 23h40.

²²B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Disponível em: <https://www.acervob3.com.br/historia-da-bolsa> . Acesso em 29 de maio de 2022, às 23h40.

de governança corporativa do Novo Mercado²³ e dos Níveis 1²⁴ e 2²⁵ de governança corporativa pela B3.

2.3. A Situação atual da Bolsa de Valores Brasileira

Em 2017, quando a B3 surgiu com o formato atual, foi considerada a quinta maior bolsa de mercado de capitais e financeiro do mundo, entretanto, atualmente, observa-se um movimento crescente de listagem de valores mobiliários de companhias brasileiras por meio de bolsas de valores estrangeiras, como a *New York Securities Exchange* (“NYSE”), *National Association of Securities Dealers Automated* (“Nasdaq”).

Dentre os referidos IPOs de companhias nacionais em listados em bolsas de valores estrangeiras, o mais recente foi o da Nu Holdings Ltd., realizado em 9 de dezembro de 2021²⁶.

De acordo com a PricewaterhouseCoopers Auditores Independentes (“PWC”), a opção das Companhias por realizar o IPO em bolsas estrangeiras se dá por inúmeras razões, dentre as quais vale citar: (i) melhores condições de mercado, visto que as principais bolsas estrangeiras possuem uma maior estabilidade quando comparada à B3; (ii) uma maior quantidade de investidores, visto que o montante investido nas principais bolsas estrangeiras é maior do que o investido na B3; (iii) uma maior liquidez;²⁷ e (iv) o elevado custo que a regulamentação brasileira referente à distribuição de valores mobiliários impõe

²³ Regulamento do Novo Mercado da B3. Disponível em: <[https://www.b3.com.br/data/files/A0/67/76/4E/BC1BE71092ECAAE7AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%2003.10.2017%20\(San%C3%A7%C3%B5es%20pecuni%C3%A1rias%202022\).pdf](https://www.b3.com.br/data/files/A0/67/76/4E/BC1BE71092ECAAE7AC094EA8/Regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%2003.10.2017%20(San%C3%A7%C3%B5es%20pecuni%C3%A1rias%202022).pdf)>. Acesso em 29 de maio de 2022, às 23h40.

²⁴ Regulamento do Nível 1 de Governança Corporativa da B3. Disponível em: [https://www.b3.com.br/data/files/EB/33/F5/D4/3D1BE71092ECAAE7AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%201%20\(San%C3%A7%C3%B5es%202022\).pdf](https://www.b3.com.br/data/files/EB/33/F5/D4/3D1BE71092ECAAE7AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%201%20(San%C3%A7%C3%B5es%202022).pdf). Acesso em 29 de maio de 2022, às 23h40.

²⁵ Regulamento do Nível 2 de Governança Corporativa da B3. Disponível em: [https://www.b3.com.br/data/files/CE/D2/27/EB/2D1BE71092ECAAE7AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%202%20\(San%C3%A7%C3%B5es%202022\).pdf](https://www.b3.com.br/data/files/CE/D2/27/EB/2D1BE71092ECAAE7AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%202%20(San%C3%A7%C3%B5es%202022).pdf). Acesso em 29 de maio de 2022, às 23h40.

²⁶ Nubank inicia negociação de BDRs na B3 e é a primeira empresa a realizar dupla listagem simultânea. https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/nubank-inicia-negociacao-de-bdrs-na-b3.htm. Acesso em 29 de maio de 2022, às 23h40.

²⁷ Por que as empresas estão se juntando ao boom do SPAC. <https://www.pwc.com/us/en/services/deals/blog/spac-boom.html>. Acesso em 8 de abril de 2022, às 17h00.

para as Companhias durante o processo de IPO, visto que precisam se adaptar internamente às normas legais impostas pelos órgãos que regulamentam o mercado de capitais brasileiro.

Nesse sentido, observa-se na tabela abaixo o elevado custo arcado pelas companhias em âmbito do IPO realizado na B3:

Companhias	Datas de encerramento	Valores de despesas (R\$)²⁸
Oncoclínicas do Brasil Serviços Médicos S.A. ²⁹	17/09/2021	34.531.054,92
Raízen S.A. ³⁰	09/09/2021	29.053.845,83
TC Traders Club S.A. ³¹	01/09/2021	10.679.211,06
Multilaser Industrial S.A. ³²	23/08/2021	12.713.951,17
Desktop – Sigmanet Comunicação Multimídia S.A. ³³	23/08/2021	9.939.295,90

²⁸Dentre os valores incluídos em despesas, consideram-se: (i) os impostos, taxas e outras retenções; (ii) taxas de registro na CVM; (iii) taxa de registro na ANBIMA; (iv) taxas de registro na B3; (v) despesas com auditores; (vi) despesas com advogados; e (vii) outras despesas da oferta.

²⁹Prospecto Definitivo da Oferta Pública de Distribuição Primária e Secundária de Ações Ordinárias de emissão da Oncoclínicas do Brasil Serviços Médicos S.A. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/2b77cf83-e31f-4408-a759-a80d04f7f950/4dc10bf9-e375-99b8-dc19-a2547074754b?origin=1>. Acesso em 08 de março de 2022, às 17h00.

³⁰Prospecto Definitivo da Oferta Pública de Distribuição Primária de Ações Preferenciais de emissão da Raízen S.A.. Disponível em: <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmExibirArquivoIPEExterno.aspx?NumeroProtocoloEntrega=889189>. Acesso em 08 de março de 2022, às 17h01.

³¹Prospecto Definitivo da Oferta Pública de Distribuição Primária de Ações Ordinárias de emissão da TC Traders Club S.A. Disponível em: https://d3u3ucul09dev0.cloudfront.net/docs/TC_Prospecto%20Definitivo_26072021.pdf. Acesso em 08 de março de 2022, às 17h02.

³² Prospecto Definitivo da Oferta Pública de Distribuição Primária de Ações Ordinárias de emissão da Multilaser Industrial S.A. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/0d3ffa68-6034-4fe9-b934-6f33fa35d31c/752e39f2-64da-bda0-fc21-968d7b153b8e?origin=1>. Acesso em 08 de março de 2022, às 17h03.

³³ Prospecto Definitivo da Oferta Pública de Distribuição Primária de Ações Ordinárias de emissão da Desktop – Sigmanet Comunicação Multimídia S.A. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/18c2715d-fc34-4975-8be2-51e411bcd259/fc298f43-b4c2-02d4-6e0f-7a68a242d43e?origin=1>. Acesso em 08 de março de 2022, às 17h04.

Além disso, a disseminação da pandemia COVID-19, resultou em uma retração ainda maior do mercado de capitais brasileiro, ocasionando na queda do índice Ibovespa para 64.569,62, em 23 de março de 2020, isto é, uma queda de 45,979% em comparação a máxima de 119.527,63, em 23 de janeiro de 2020³⁴.

O índice Ibovespa é o principal indicador de desempenho das ações negociadas na B3 e reúne as empresas mais importantes do mercado de capitais brasileiro. Reavaliado a cada quatro meses, o índice é resultado de uma carteira teórica de ativos. É composto pelas ações e *units* de companhias listadas na B3 que atendem aos critérios descritos na sua metodologia, correspondendo a cerca de 80% do número de negócios e do volume financeiro do nosso mercado de capitais³⁵.

Esse conjunto de fatores e a instabilidade do mercado de capitais brasileiro resultam em um sentimento de desconfiança por parte dos investidores, nacionais e internacionais, prejudicando assim o desenvolvimento da B3.

Diante disso, nota-se pertinente a instituição de alternativas que fomentem o desenvolvimento do mercado de capitais e, conseqüentemente, da economia brasileira.

3. REALIZAÇÃO DE OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS MEDIANTE SPECIAL PURPOSE ACQUISITION COMPANIES

3.1. A Oferta Pública Inicial Tradicional

A Oferta Pública Inicial (“IPO”) é o nome dado ao processo pelo qual empresas ofertam pela primeira vez as suas ações no mercado. Através deste processo, que resultará na oferta de suas ações ao mercado de capitais, as empresas de capital

³⁴B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-estatisticas-historicas.htm . Acesso em 08 de março de 2022, às 17h04.

³⁵ Ibidem.

fechado³⁶ tornam-se companhias de capital aberto³⁷, utilizando a abertura para aumentar seu capital e atrair investimentos.

O primeiro IPO moderno foi concebido no início do século XVII, através da emissão de ações e oferta destas ao mercado pela Companhia Holandesa das Índias Orientais (*Vereenigde Oost-Indische Compagnie*), visando maiores investimentos. O IPO fez dela a primeira empresa listada em uma bolsa de valores e a primeira a emitir ações³⁸.

A partir de então os IPOs se popularizaram, sendo supervisionados pelas agências reguladoras das principais economias do mundo. Nos EUA pela *Securities Exchange Commission*, no Reino Unido pela *Financial Conduct Authority* e no Brasil pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”).

A decisão de fazer um IPO pode ter vários objetivos. A oferta permite que antigos investidores da companhia monetizem seu investimento através da venda de sua antiga participação. Além disso, oferece uma chance de aumentar o capital da companhia através da oferta de novas ações.³⁹

Um outro motivo para a realização do IPO é a publicidade dada à companhia por esse tipo de oferta. Tendo em vista globalização do mundo atualmente, em que redes sociais e notificações em celulares monopolizam o tempo de grande parte da sociedade, um *marketing* eficiente pode não só beneficiar a própria emissão de ações como alavancar o próprio negócio.

Os principais agentes envolvidos em um processo de IPO são: (i) a companhia emissora de ações; (ii) os bancos ou instituições financeiras responsáveis pela colocação da subscrição pública de ações no mercado, conhecidos também como

³⁶ Empresas no qual o capital social é dividido em ações que, por sua vez, estão no controle de poucos sócios e que não estão ofertadas ao público geral através de uma bolsa de valores. REIS, Tiago. Empresa de capital fechado tem características próprias. Saiba quais são. Suno. 2018. Disponível em: <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/empresa-capital-fechado/> Acesso em 11 de abril de 2022, às 23h00.

³⁷ Companhias em que o capital social está dividido em ações ofertadas ao público, seja aos investidores institucionais ou individuais, através de listagem em bolsa de valores. REIS, Tiago. Você sabe o que é uma empresa de capital aberto? 2018. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/empresa-capital-aberto/> Acessado em 11 de abril de 2022, às 23h00.

³⁸ GOETZMANN, William N.; ROUWENHORST, K. Geert (2005). *The Origins of Value: The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets*. (Oxford University Press)

³⁹ ASHFORD, Kate. SCHMITD, John. What is na IPO. Forbes. 2021. Disponível em: <https://www.forbes.com/advisor/investing/initial-public-offering-what-is-an-ipo/>. Acessado em 11 de abril de 2022, às 23h00.

coordenadores da oferta; (iii) os assessores jurídicos da companhia; (iv) os assessores jurídicos dos coordenadores da oferta; (v) os auditores independentes; (vi) a bolsa de valores; e (vii) a agência reguladora competente⁴⁰.

O processo de IPO é regulado nos termos das normas vigentes do local em que a oferta está sendo realizada e das normas impostas pela agência reguladora competente.

As ofertas iniciam com um planejamento cuidadoso da viabilidade e custos da operação, uma vez que exige grande mobilização da companhia, contratação de uma série de serviços e, obviamente, muito tempo. De acordo com um estudo apresentado pela XP Investimentos, IPOs realizados no Brasil podem levar até um ano para saírem do papel e custar aos cofres da companhia quantias milionárias⁴¹. Após essa análise, a companhia deve selecionar os coordenadores da oferta, responsáveis pela colocação das ações, além de seus assessores jurídicos e auditores contábeis para o decorrer da operação.

A partir disso, inicia-se o processo de diligência legal. Uma dos temas mais sensíveis para a segurança dos investidores e, portanto, foco das agências reguladoras e bolsas de valores é o cuidado com a governança corporativa. A abertura de capital e a entrada na bolsa de valores acarreta no comprometimento da companhia com políticas de *compliance*, publicidade e divulgação de informações relevantes de forma periódica.

A transparência da companhia, em especial no que diz respeito ao seu negócio, seus contratos e sua saúde financeira são, entre outros aspectos, o foco nesta etapa. Paralelamente, os contratos referentes ao IPO já começam a ser redigidos e assinados.

A apresentação da oferta ao mercado, também conhecida como *Roadshow* é outro ponto fundamental para o sucesso de um IPO. A apresentação de Roadshow é apresentada junto a investidores institucionais, onde figuras importantes da companhia e das instituições financeiras coordenadoras da oferta expõem a

⁴⁰ B3. Guia do IPO. 2021. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/09/C7/6D/4C/29207710FB5A3B67AC094EA8/B3%20-%20Guia%20do%20IPO.pdf>. Acesso em 08 de março de 2022, às 17h04.

⁴¹ XP INVESTIMENTOS. 2021. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/aprenda-a-investir/relatorios/ipo/>. Acesso em 08 de março de 2022, às 17h04.

oportunidade de investimento. Durante a apresentação são mostrados indicadores da empresa em questão, projetos, saúde financeira, entre outros fatores para convencer fundos e clubes de investimento a embarcar na oferta.

Posteriormente, etapa crucial com relação à regulação da oferta é o processo de registro na agência reguladora competente e a respectiva listagem da companhia na bolsa de valores em questão. Ainda que se trate de etapa burocrática, legitima a empresa a seguir com seus planos para a oferta pública e representa o ingresso da companhia no sistema de regulação do mercado.

Em seguida, inicia-se a elaboração do principal documento pertinente à oferta, o Prospecto, cuja função é servir como proposta aos investidores e apresentar um resumo da própria oferta, dos negócios da companhia, de sua saúde financeira, dos riscos aos quais está exposta e, também, onde serão aplicados os recursos advindos do IPO.

Uma vez que o mercado tenha sido comunicado, o período de reserva começa. Os investidores não institucionais passam a poder reservar o número de ações que desejam adquirir, junto à sua instituição financeira. Paralelamente a esse processo, ocorre o procedimento de precificação das ações a serem ofertadas, mais conhecido como *Bookbuilding*. Nesta etapa analisa-se o comportamento dos investidores em relação às ações da companhia, em especial com relação ao preço que pretendem pagar em troca das ações no momento de estreia na bolsa e, ao final do procedimento, se estabelece o preço das ações da companhia. Por fim, as ações são ofertadas pelo preço definido.

Conforme mencionado, esse processo pode trazer uma série de benefícios para as companhias que optam por fazê-lo. O acesso ilimitado a investidores, tanto institucionais como individuais nas bolsas de valores são uma ótima opção para o aumento de capital. Além disso, a visibilidade dentro de grandes bolsas de valores pode colocar muitas empresas dentro do radar para futuras aquisições ou fusões com outras companhias, além do prestígio e publicidade de figurar entre as empresas listadas.⁴²

⁴² FERNANDO. Jason. What is an Initial Public Offering. Investopedia. 2021 Disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/i/ipo.asp> Acesso em 08 de março de 2022, às 17h04.

Não obstante, no caso de Ofertas Públicas Iniciais, um de seus principais problemas é o custo. Conforme demonstrado anteriormente, não só o processo para a abertura e emissão de ações como o de manutenção na bolsa de valores demandam altos custos, que muitas vezes independem do tamanho ou ao mercado da companhia.

Outro ponto a ser sopesado são as consequências de variações dos preços das ações para a diretoria e conselho da companhia, o que muitas vezes pode se tornar uma distração, pontos de pressão entre administradores e até condições para a remuneração deles. Diante disso, o mercado passou a buscar alternativas à Oferta Pública Inicial.

Uma das alternativas que estão sendo discutidas, atualmente, com o intuito de fomentar o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, por meio de incentivos à listagem de valores mobiliários no Brasil, é a possibilidade de realização do IPO por meio de uma *Special Purpose Acquisition Company* (“SPAC”).

3.2. O surgimento das Special Purpose Acquisition Company

O contexto no qual David Nussbaum e David Miller vislumbraram a SPAC pela primeira vez, em 1993⁴³, foi o das operações feitas com companhias “cheque em branco”, ou seja, empresas criadas exclusivamente para aquisição de outras eram restritas nos Estados Unidos. Nessa época, tais operações consistiam, via de regra, em investimentos sem um plano pré-estabelecido e eram motivadas pela reputação do investidor ou pela promessa de ganhos exorbitantes.

Inspirado pelo processo que tornou a empresa de brinquedos THQ Inc. pública em meados dos anos 90, Nussbaum buscava se livrar das regulações, ao mesmo tempo em que cumprisse as regras de *compliance* do mercado. Alguns anos depois, a empresa faliu, no entanto, o caso motivou Nussbaum a se dedicar à estrutura de Companhias de Propósito Específico de Aquisição, buscando estratégias para viabilizar o empreendimento.

⁴³ RAMKUMAR, Amrith. The Wall Street Journal. 2021. Disponível em: <https://www.wsj.com/articles/they-created-the-spac-in-1993-now-theyre-reaping-the-rewards-11615285801> Acesso em 08 de março de 2022, às 17h04.

Após esse precedente da empresa de brinquedos, Nussbaum e Miller passaram a discutir sobre melhorias da estrutura *blind-pool* de uma companhia no intuito de transformá-la em um modelo mais seguro para ser aplicado no mercado. Referidas alterações levaram à criação do SPAC - *Information Systems Acquisition Corp* – em 1993. A THQ Inc recebeu cerca de US\$ 12 milhões de investimentos e se combinou com uma companhia de softwares que, posteriormente, foi adquirida pela HP Inc.⁴⁴

O termo “SPAC”, no início de sua história, era uma marca própria e exclusiva de Nussbaum e Miller, o que levou outros veículos similares a serem nomeados com termos distintos, como “SPARC” e “TAC. Após algum tempo, Nussbaum e Miller concordaram com a renúncia à exclusividade do uso do nome e estrutura de uma “SPAC”, deixando que outras companhias passassem a ser criadas com o modelo.

Mesmo após os esforços de Nussbaum e Miller, o modelo tradicional de IPO, ainda era mais utilizado e o SPAC não foi capaz de competir com eles.

A situação se manteve até que *startups* e outras companhias fechadas buscassem outras formas de acessar investimentos do mercado. A título exemplificativo, a DraftKings Inc., uma plataforma de apostas em esportes que, em 2019, optou por fazer uma fusão com o SPAC Diamond Eagle Acquisition Corp com a expectativa de chegar a um valor de mercado de US\$3 bilhões.⁴⁵

A principal intenção por trás da idealização das SPACs, consiste em proporcionar uma alternativa para que as companhias fechadas também tivessem acesso ao investimento do mercado e de investidores não profissionais ou de varejo, visto que o *ticket* médio de entrada para aporte de investimentos neste segmento é caro e dificilmente está ao alcance dos investidores de varejo e não profissionais.

Dessa forma, as SPACs facilitam o investimento nesse mercado, que está em amplo crescimento no mundo, agindo como uma ferramenta de democratização do mercado de capitais.

3.3. Conceito atual de Special Purpose Acquisition Company

⁴⁴ Ibidem.

⁴⁵ Ibidem

As SPACs consistem em empresas que, a princípio, não se encontram em operação e sequer possuem ativos, mas são constituídas com o único objetivo de captar recursos por meio de um IPO e, posteriormente, adquirir uma ou mais companhias que já esteja(m) em fase de operações, utilizando os recursos obtidos por meio do IPO. Após a aquisição da(s) companhia(s), ocorre uma reestruturação societária, geralmente por meio de fusão, na qual os acionistas da SPAC se tornam os acionistas da companhia em atividade que foi inicialmente adquirida pela SPAC e essa companhia adquirida, conseqüentemente, passa a ser listada na bolsa de valores, usufruindo abertura de capital proporcionada pelo IPO realizado anteriormente por meio da SPAC.

Nesse sentido, vale destacar o conceito de SPAC, nos termos do Relatório referente ao tema proporcionado pela B3⁴⁶:

“As SPACs são companhias abertas, sem operação própria, que têm como único objetivo adquirir uma ou mais sociedades operacionais. A estratégia consiste em captar recursos no mercado via oferta pública inicial (“IPO”) e reservá-los em uma conta bancária separada (como escrow ou trust accounts), enquanto o sponsor (ou patrocinador, abaixo definido) procura por uma sociedade que possua potencial de crescimento e pretenda se tornar uma companhia aberta, dentro de um prazo pré-determinado (geralmente, de 18 a 24 meses contados do encerramento da oferta).”

3.3.1. Patrocinador

Vale destacar, ainda, o papel do Patrocinador (“Sponsor”) ao longo desse processo. O *Sponsor* é a pessoa física ou jurídica responsável por empreender a SPAC e sua principal função é administrar e conduzir a SPAC ao longo de todo o processo de combinação de negócios, desde a preparação para o IPO da SPAC até a fusão ou incorporação da SPAC com a empresa adquirida⁴⁷. Dentre as funções do *Sponsor*, destaca-se o custeamento das despesas da oferta e das despesas iniciais da companhia, a busca por oportunidades de negócios, avaliação das empresas elegíveis, a escolha da companhia que será adquirida (“Empresa-alvo”) e a negociação dos termos da possível aquisição⁴⁸. Na hipótese

⁴⁶ SPACs: Práticas Internacionais e Aspectos de Governança. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/C9/64/59/46/5FFFF7104532BBF7AC094EA8/Relatorio%20SPACs.pdf> Acesso em 26 de abril de 2022, às 15h01.

⁴⁷ Ibidem.

⁴⁸ B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2021/sdm0221_B3.pdf Acesso em 09 de março de 2022, às 16h35:

de o *Sponsor* não conseguir realizar a combinação de empresas dentro de dois anos, a SPAC deve ser dissolvida e todos os fundos devolvidos aos investidores originais, sem qualquer restituição ou compensação ao *Sponsor*. No entanto, se for bem-sucedido, o *Sponsor* recebe uma quantidade acordada previamente de ações ou *units*, que integram o capital social da companhia combinada, denominadas Ações do *Sponsor*, que podem alcançar até 20% do patrimônio levantado dos investidores originais.

Possuem, ainda, uma segunda função, de importância similar senão maior do que a primeira, de atrair investidores, como “garotos propaganda” da SPAC.

Conforme exposto anteriormente, a SPAC se inicia como uma companhia vazia, isto é, sem ativos, conhecida como *shell company*, e os seus investidores não sabem exatamente em que estão investindo, possuindo apenas informações vagas no sentido de que tipo de empresa o *Sponsor* pretende incorporar. Nesse cenário, a expertise e reputação dos *Sponsor* se tornam fundamentais para estabelecer a credibilidade do negócio.

Essa dinâmica é ilustrada pela SPAC do investidor Chamath Palihapitiya, famoso no mundo das *big techs* por ter sido um dos primeiros executivos do Facebook entre 2007 e 2011. Palihapitiya agiu como “garoto propaganda” para a SPAC “IPO 2.0”. Dentre as companhias adquiridas por esta SPAC, podemos citar a Virgin Galactic e a Clover Health Investments⁴⁹.

Após o *Sponsor* encontrar a Empresa-alvo, se inicia um processo denominado *De-SPAC*, no qual ocorre: (i) a aprovação da combinação de negócios entre a SPAC e a Empresa-alvo e, na sequência, a transição da Empresa-alvo de uma sociedade fechada para uma companhia aberta; (ii) o reembolso destinado aos acionistas que não tenham interesse em continuar na SPAC; (iii) a captação de recursos adicionais (via PIPEs – *private investment in*

⁴⁹ PACKER, Andrew. Kiplinger. 2021. Disponível em: <https://www.kiplinger.com/investing/stocks/ipos/603076/spacs-101-what-is-a-spac-how-does-it-work> Acesso em 09 de março de 2022, às 16h35.

public equity), caso necessário, para efetivar a aquisição da Empresa-alvo; e (iv) o pagamento da remuneração do *Sponsor* pelos serviços prestados⁵⁰.

3.3.2. Investidores

A maioria dos investimentos em SPACs até então vieram de investidores institucionais, via de regra fundos bastante especializados de *hedge*. Os Investidores das SPACs adquirem ações antes da fusão ou aquisição com a Empresa-alvo, como discutido anteriormente e apostam todas as suas fichas na expertise dos Patrocinadores que não são obrigados a limitar suas metas ao tamanho, avaliação, setor ou critérios geográficos que descreveram em seus materiais de IPO.

Os investidores recebem duas classes de títulos: ações ordinárias (normalmente a US\$ 10,00 por ação) e garantias que permitem comprar ações no futuro a um preço pré-estabelecido (normalmente US\$ 11,50 por ação). Os bônus são outro fator crítico no alinhamento de risco entre Patrocinadores e investidores da SPAC. Algumas SPACs emitem uma garantia para cada ação ordinária adquirida; algumas frações de emissão (geralmente metade ou um terço) de um mandato por ação; outras não emitem nada. Considerando que os *warrants*, que fornecem vantagens adicionais para os primeiros investidores, são incentivos para subscrever, quanto maior o número de *warrants* emitidas, maior é o risco relacionado à SPAC.⁵¹

Depois que o *sponsor* anuncia um acordo com uma Empresa-alvo, os investidores originais escolhem prosseguir com o negócio ou desistir e receber seu investimento de volta com juros. Caso decidam se retirar, eles podem manter seus mandados. Nesse sentido, a SPAC oferece a oportunidade sem risco de avaliar um investimento em uma empresa privada.

3.3.3. Empresas-alvo

A maioria das empresas-alvos da SPAC são empresas jovens consideradas como *Venture Capital*, isto é, um investimento de risco. As empresas neste estágio geralmente consideram várias opções: buscar um IPO tradicional, conduzir uma listagem direta de IPO, vender o negócio para outra empresa ou levantar capital

⁵⁰ B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2021/sdm0221_B3.pdf Acesso em 09 de março de 2022, às 16h35.

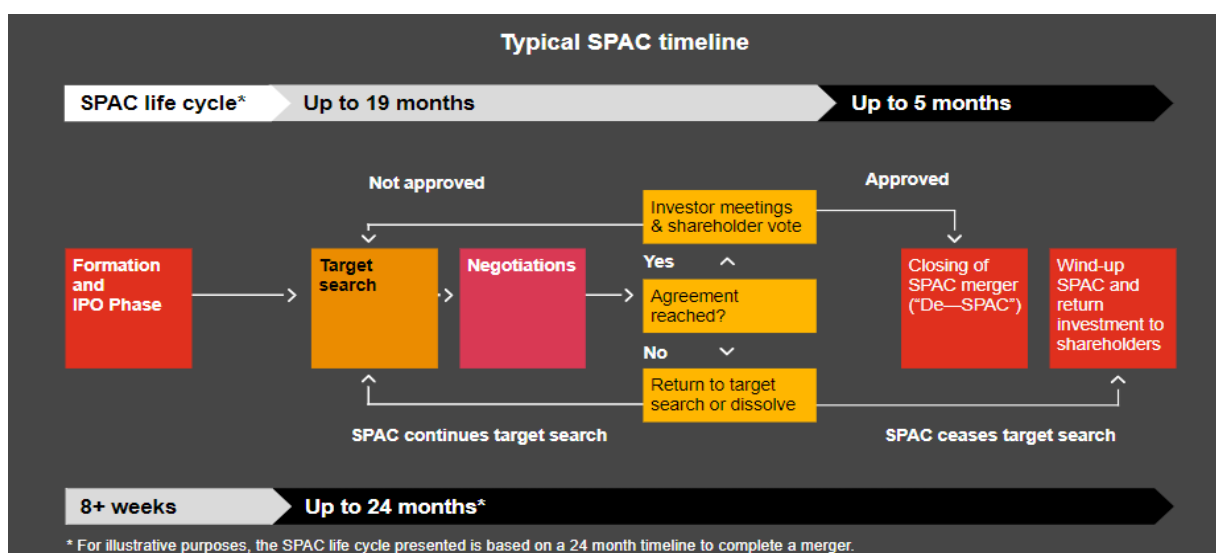
⁵¹ Ibidem.

adicional advindo de outras empresas, fundos de *hedge* ou outros investidores institucionais.

Nesse sentido, as SPACs podem ser uma alternativa atraente para essas empresas-alvos. Isto porque, são extremamente personalizáveis e podem lidar com uma variedade de tipos de combinação. Contudo, os alvos sejam geralmente uma única empresa privada, os *sponsors* também podem usar a estrutura para acumular vários alvos. Ademais, as SPACs podem abrir o capital nos EUA, pois são públicos no exterior e até mesmo combinar vários SPACs para abrir o capital de uma empresa⁵².

3.3.4. Ciclo de vida da SPAC

Figura 3 - Ciclo de Vida SPAC



Fonte 3 - Disponível em: Disponível em: <https://www.pwc.com/us/en/services/audit-assurance/accounting-advisory/spac-merger.html> Acessado em 25 de maio de 2022.

A SPAC se inicia com o seu fundador, o *sponsor*. Ele forma e fornece o capital de risco para uma SPAC. O *sponsor* deve investir uma parcela do capital para cobrir as despesas da SPAC, uma vez que os recursos do IPO são depositados integralmente em custódia até a aquisição ou fusão com a companhia escolhida. Os

⁵² Ibidem.

sponsors costumam receber cerca de 20% das cotas pós-IPO por um investimento nominal⁵³, sendo os 80% restantes comprados no próximo processo.

Após sua formação, a SPAC passa pelo IPO. O processo de recebimento de capital, no momento inicial, se dá pela emissão de unidades (“*units*”)⁵⁴, que são formadas por uma cota da SPAC e outra parte, um terço ou metade, em uma garantia em título. Na NASDAQ⁵⁵, por exemplo, as cotas normalmente custam em torno de US\$ 10,00 e os títulos de garantia em torno de 15% do valor das cotas, nesse caso as unidades seriam vendidas por US\$ 11,50.⁵⁶

Havendo o IPO, após 52 dias, uma SPAC pode se financiar por diferentes instrumentos que podem estar listados simultaneamente. Estes instrumentos podem ser: garantias, unidades ou cotas comuns.

A SPAC costuma indicar a sua tese de investimento durante a fase de captação de recursos, mesmo que de forma abrangente, a fim de criar um norteador para o mercado. Geralmente, ocorre a definição de um setor da economia e uma região específica.

Após essa fase, a SPAC inicia o período de busca da empresa-alvo, que já se encontra em operação, para que seja realizada uma fusão ou sua aquisição. O período de busca de uma empresa alvo é de 18 a 24 meses. Esse período pode ser estendido caso os cotistas votem por essa alteração em Assembleia Geral.

O dinheiro investido ficará separado em uma conta de garantia e não estará à disposição dos sponsors da SPAC. Tal valor somente será utilizado para a fusão ou aquisição de uma companhia em operação e é acessado com a concordância dos cotistas, geralmente, por votação na Assembleia Geral.

⁵³ Esse valor incentivou alguns bancos a patrocinarem SPACs próprias, como é o caso da Goldman Sachs. REINASSANCE CAPITAL. Goldman Sachs' SPAC GS Acquisition II files for a \$700 million IPO. 2020. Disponível em: [https://www.renaissancecapital.com/IPO-Center/News/68809/Goldman-Sachs-SPAC-GS-Acquisition-II-files-for-a-\\$700-million-IPO](https://www.renaissancecapital.com/IPO-Center/News/68809/Goldman-Sachs-SPAC-GS-Acquisition-II-files-for-a-$700-million-IPO) Acesso em 09 de março de 2022, às 16h35.

⁵⁴ No mercado de private equity, o investimento é transformado em “equity”, ou cotas da empresa, que revelam a participação da pessoa no empreendimento. No caso das SPACs esse investimento.

⁵⁵ National Association of Securities Dealers Automated Quotations; em português: "Associação Nacional de Corretores de Títulos de Cotações Automáticas" é uma das principais bolsas de valores americana.

⁵⁶ LEWELLEN, S. (2009). SPACs as an Asset Class. Disponível em: SSRN 1284999 <http://ssrn.com/abstract=1284999> .

Há, porém, alguns limites para que uma empresa se enquadre em uma operação de SPAC. Utilizando as regulações da NASDAQ a título de exemplificação, existe a imposição de que a combinação das empresas deve gerar um valor agregado de mercado de, ao menos, 80% do valor da conta de garantia.⁵⁷

Quando há o anúncio de que a companhia foi selecionada, dependendo do prospecto, os cotistas poderão ser convidados a votar se aprovam ou não a transação. O investidor que não estiver confortável com a operação terá o direito de resgatar o seu investimento integralmente, tal direito é uma das principais características dessa operação e garante uma maior segurança ao investidor.

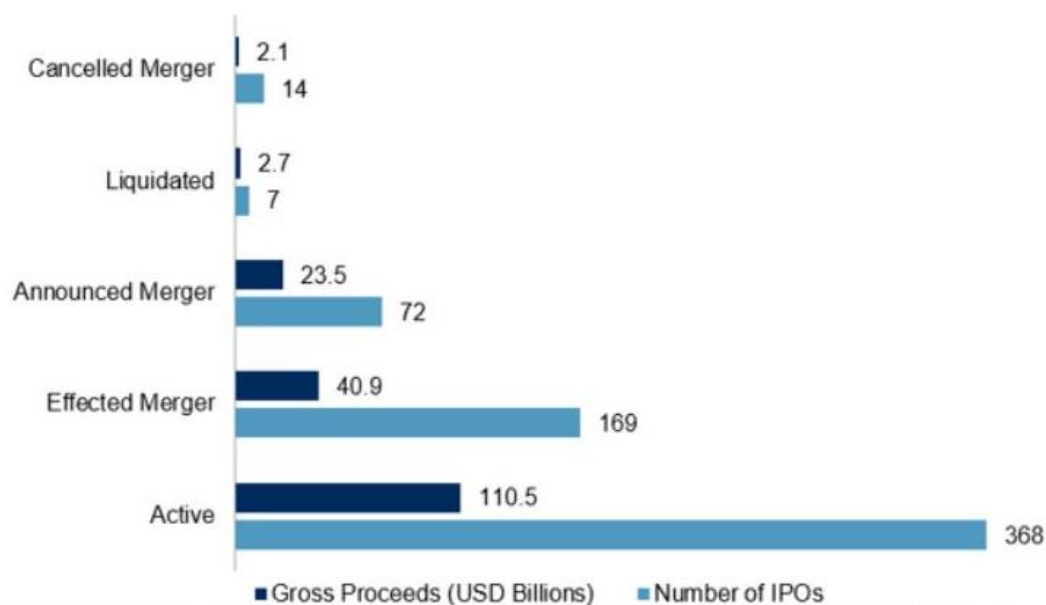
Com a aprovação da operação, ocorre a fusão da SPAC com a companhia selecionada, procedimento denominado *De-Spac* e, naturalmente, a SPAC altera a sua nomeação para refletir ao mercado o fruto da operação. Caso a operação não seja aprovada, o *sponsor* volta a procurar por outra empresa. Caso o *sponsor* não consiga encontrar uma empresa-alvo até o final do período pré-estipulado (em geral de 24 meses), o dinheiro dos investidores retorna a eles através da liquidação da conta de garantia.

Baseado nesse ciclo de vida de uma SPAC, o estudo da S&P⁵⁸, de 22 de fevereiro de 2021, apresenta um bom indicador da atual situação das SPACs nos EUA. Ele divide as SPACs em cinco categorias diferentes: (i) ativas ou *active*; (ii) que anunciaram a fusão ou *announced merger*; (iii) fusão efetuada ou *effectuated merger*; (iv) fusão cancelada ou *cancelled merger*; e (v) liquidada ou *liquidated*. Como demonstra o gráfico abaixo:

⁵⁷ SEC. 2020. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/sro/nasdaq/2020/34-90245.pdf> Acesso em 09 de março de 2022, às 16h35.

⁵⁸ YE, Jason. S&P. 2021. Disponível em: <https://www.spglobal.com/en/research-insights/articles/special-purpose-acquisition-companies-spacs-part-ii> Acesso em 09 de março de 2022, às 16h35.

Figura 4 - Status de SPACs nos EUA



Fonte 4 - FactSet. Dados referentes à 22 de fevereiro de 2021.

Observa-se que a maioria das SPACs durante o período estudado estavam ativas, ou seja, buscando companhias fechadas para adquirir ou se fundir. Além disso, nota-se que poucas SPACs passaram pelo processo de liquidação ou de cancelamento e praticamente metade delas já realizaram a fusão ou aquisição de sua empresa-alvo.

3.3.5. Vantagens decorrentes de IPO por meio de SPACs

Adicionalmente, vale ressaltar alguns motivos adicionais que fomentam o crescimento do volume de operações de IPO por meio de SPACs, quais sejam: (i) o barateamento e simplificação do processo de IPO, pois como a SPAC se trata de uma empresa que não se encontra em operação e, a princípio, não possui ativos, a elaboração dos documentos necessários para o processo de IPO obedece um padrão preestabelecido, economizando materialmente o tempo que as empresas levam para se adequar internamente às normas regulatórias pertinentes; (ii) as empresas que realizam o seu IPO da forma tradicional, se sujeitam ao risco relacionado à volatilidade do mercado, visto que no momento em que a empresa abrir o capital, a precificação das ações pode ser afetada pelo fato de o mercado estar em baixa. No entanto, ao ser incorporada pela SPAC, esse risco é mitigado pois a empresa pode negociar o preço de suas ações com a SPAC; e (iii) além de negociar a precificação de suas ações, as empresas-alvo

que optam por um IPO por meio de SPAC podem negociar outros termos do negócio⁵⁹.

Destaca-se, ainda, o curto tempo da operação, uma vez que operações de SPACs podem ser realizadas em até 3 meses enquanto IPOs tradicionais chegam a demorar 2 a 3 anos para serem concretizados. Mais além, o processo do IPO é custoso, em especial para empresas de menor porte, uma vez que os custos não estão atrelados ao tamanho de da companhia em questão, ao passo que em SPACs os custos da fusão ou aquisição são, em geral, assumidos pelo próprio valor investido.

Como o valor arrecadado pelo IPO oferece uma grande liquidez para a empresa realizar investimentos e se planejar para um possível futuro de expansão, a operação também oferece muita segurança.

Conforme mencionado anteriormente, podemos considerar também um ponto positivo a segurança dada ao investidor em relação ao seu investimento, visto que na SPAC, o investidor pode tirar seu investimento inicial quando for escolhida a companhia alvo e, caso o SPAC não encontre uma companhia para adquirir ou fundir-se até o final do prazo estipulado, o valor inicial investido retornará aos investidores.

Pelos motivos expostos acima, o volume de operações de IPOs realizadas por meio de SPACs vem disparando nos últimos anos. Dados mostram que, em fevereiro de 2021, a quantidade e volume de IPOs de SPACs nos EUA já havia superado todo o ano de 2020. Apesar de o mercado haver arrefecido após o primeiro trimestre, até dezembro de 2021 houve o lançamento de 613 SPACs no país, com captação de US\$ 162,5 bilhões⁶⁰.

4. POSICIONAMENTO DOS REGULADORES SOBRE AS SPACS

4.1. Regulamentação estrangeira

As SPACs sempre estiveram a margem da regulação de mercado. Embora trate-se de uma estrutura diferente, parte de seu processo envolve um IPO regular, o

⁵⁹ Por que as empresas estão se juntando ao boom do SPAC. Disponível em: <https://www.pwc.com/us/en/services/deals/blog/spac-boom.html> Acesso em 08 de março de 2022, às 18h50.

⁶⁰ Dados disponíveis em: <https://www.spacresearch.com>. Acesso em 23 de fevereiro de 2022, às 12h00.

que coloca essas operações dentro do escopo de fiscalização de agências reguladoras de valores mobiliários.

A SEC define as companhias cheque em branco como companhias que: (i) não têm plano de negócios ou propósito específico, ou que indicam que seu plano de negócios é se envolver em uma fusão ou aquisição com uma empresa ou empresas não identificadas; e (ii) que emitem ações em valores menores que US\$ 5,00 e que se encaixam em uma série de condições, o que a SEC define como *penny stock*, conforme definido na *Securities Exchange Act Rule 3a51-1*⁶¹(EUA, 1934).⁶²

Diante disso, em 1992, a SPAC vinha sendo desenvolvida como uma alternativa para fazer IPOs sem a mancha da péssima reputação que as companhias cheques em branco da década de 1980 adquiriram, nem limitado pelas características restritivas da *Securities Exchange Rule 419.43* (EUA, 1934)⁶³. Na realidade, a SPAC foi projetada durante a elaboração da *Securities Exchange Rule 419.43* (EUA, 1934)⁶⁴, de modo que poderia evitar certas limitações da norma, ao adotar voluntariamente grande parte dos requisitos da regra. Assim, é uma estrutura que segue a regulamentação, mesmo estando tecnicamente isenta⁶⁵.

A SEC considerou, então, que a estrutura da SPAC não acarretaria em risco de fraudes contra investidores, ao mesmo tempo em que os gestores seriam capazes de levantar fundos públicos e ter espaço de manobra suficiente para alterar a estrutura da oferta de forma a torná-la atraente para os investidores. A SPAC usa uma exceção na definição de *penny stock* para evitar estar sujeito à Regra 419 (EUA, 1934), e ainda, porque segue a maioria dos requisitos da Regra 419 (EUA, 1934), a SEC não a considera suscetível a fraudes, aplicando medidas mais brandas de regulação nesse caso.⁶⁶

⁶¹ SEC. Rule 3a51-1 (17 CFR 240.3a51-1) sob o Securities Exchange Act de 1934. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/app/details/CFR-2011-title17-vol3/CFR-2011-title17-vol3-sec240-3a51-1> Acesso em 23 de fevereiro de 2022, às 12h00.

⁶² Definição de acordo com a SEC Rule 419 (§230.419) do Securities Exchange Act de 1934. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/app/details/CFR-2016-title17-vol3/CFR-2016-title17-vol3-sec230-419> Acesso em 23 de fevereiro de 2022, às 12h00.

⁶³ Ibidem.

⁶⁴ Ibidem.

⁶⁵ HEYMAN, Derek K. From Blank Check to SPAC: The Regulators Response to the Market, and the Market's Response to the Regulation. The Ohio State University Moritz College of Law. 2008. Disponível em: <https://core.ac.uk/download/pdf/159610375.pdf> Acesso em 23 de fevereiro de 2022, às 12h00.

⁶⁶ Ibidem.

Uma das maneiras de evitar o enquadramento do SPAC no escopo de *penny stock*, e, portanto, dentro do escopo da Regra 419 (EUA, 1934), consiste em precificar as ações a um valor maior que US\$ 5,00. No entanto, por meio de um comunicado, a SEC removeu esta opção⁶⁷, sob o fundamento de que não aplicar as restrições impostas pela norma por conta da exceção causada pelo aumento do valor das ações de modo a ultrapassar os US\$ 5,00, caracterizaria um grande risco para eventuais esquemas de fraude.⁶⁸

Apesar de ter retirado essa exceção, a SEC manteve deliberadamente algumas condições para descaracterizar o SPAC dentro do escopo da Regra 419 (EUA, 1934) caso fossem cumpridas algumas condições, dentre as quais a presença de ativos tangíveis líquidos acima de: (i) US\$ 2 milhões para uma empresa que esteve em operação contínua por mais de três anos, ou (ii) US\$ 5 milhões para uma empresa em operação há menos de três anos.⁶⁹

Em agosto de 2021, ou seja, após o *boom* das SPACs, a SEC elaborou recomendações⁷⁰ referentes às operações de Companhias de Propósito Específico de Aquisição. Em resumo, as recomendações focavam em: (i) aumentar a divulgação de informações e, portanto, a transparência do processo; e (ii) a preparação de uma análise com relação aos agentes envolvidos no processo de formação a conclusão das SPAC, como são compensados e quais os seus incentivos.

4.1.1. Regulamentação brasileira

É importante esclarecer, inicialmente, que o ordenamento jurídico brasileiro não proíbe a estruturação de SPACs ou as ofertas públicas de valores mobiliários emitidos por SPAC, no entanto, existem alguns elementos que podem dificultar a sua implementação ou reduzir a sua eficiência.

⁶⁷ SEC. Penny Stock Definition for Purposes of Blank Check Rule, Exchange Act Release No. 33-7024, 55 SEC Docket 722 (Oct. 25, 1993), 17 C.F.R. § 240 (2007).

⁶⁸ HEYMAN, Derek K. From Blank Check to SPAC: The Regulators Response to the Market, and the Market's Response to the Regulation. The Ohio State University Moritz College of Law. 2008. Disponível em: <https://core.ac.uk/download/pdf/159610375.pdf> . Acesso em 23 de fevereiro de 2022, às 12h00.

⁶⁹ Ibidem.

⁷⁰ SEC. Recommendations of the Investor as Purchaser and Investor as Owner Subcommittees of the SEC Investor Advisory Committee regarding Special Purpose Acquisition Companies. 2021. Disponível em <https://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/draft-recommendation-of-the-iap-and-iao-subcommittees-on-spacs-082621.pdf> Acesso em 23 de fevereiro de 2022, às 12h00.

Barbosa demonstra preocupação com a tomada de decisão por parte dos *sponsors* em relação à escolha da empresa-alvo, principalmente no que tange a pressão causada pelo passar do tempo e a aproximação do prazo referenet ao *De-Spac*. Segundo ele, com a aproximação do prazo e final, é esperado que os requisitos mínimos buscados pelos *sponsors* se abrandem e os investidores sejam prejudicados⁷¹.

Outro ponto principal em relação à eventual implementação de SPACs seria garantir o retorno dos investimentos aos investidores no momento da fusão ou aquisição com a empresa-alvo. Em especial em relação à forma, não está claro como seriam implementados os mecanismos para cumprir esse princípio basilar do funcionamento das companhias cheque em branco dentro da regulamentação brasileira⁷².

Os pontos elencados acima colocam-se dentro do contexto de uma necessária reforma do regime de ofertas públicas no Brasil, nominalmente dentro do contexto da Instrução CVM n.º 400/2003⁷³ e da Resolução CVM n.º 80/2022⁷⁴, que são alvo da Audiência Pública SDM n.º 02/2021⁷⁵. Dentre as propostas, vale destacar a modernização do arcabouço, sua harmonização e consolidação, tendo a intenção de dar mais celeridade para as ofertas públicas. Entretanto é discutido se o atual contexto normativo brasileiro estaria preparado para receber alterações como essas e aceitar novos formatos de oferta, como é o caso do SPAC⁷⁶.

Dentre outros temas, a discussão abarcou a possibilidade de acesso às SPACs, por parte dos investidores de varejo, tendo em vista o maior risco envolvido neste tipo de investimento.

⁷¹ Ibidem.

⁷² Ibidem.

⁷³ CVM. 2021. Disponível em; <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html> . Acesso em 23 de fevereiro de 2022, às 12h00.

⁷⁴ CVM. 2022. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol080.html> Acesso em 23 de fevereiro de 2022, às 12h00.

⁷⁵ CVM. 2021. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html Acesso em 23 de fevereiro de 2022, às 12h00.

⁷⁶ PRADO, Viviane M. DUTRA, Marcos M. MANSUR, Fernanda F. NANI, Ana P. Pêndulo regulatório no mercado de capitais. Jota. 2021. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/disclosure/pendulo-regulatorio-no-mercado-de-capitais-24062021> Acessado em 11. Acesso em 09 de março de 2022, às 18h34:

4.2. Relatório com considerações da B3 sobre a implementação das SPACs no Brasil

De acordo com os comentários da B3 ao Edital de Audiência Pública SDM n.º 02/21⁷⁷, enviado à CVM em 8 de julho de 2021, e com o Relatório sobre as SPACs elaborado pela B3⁷⁸, não foram encontradas quaisquer vedações na legislação e na regulamentação brasileiras que inviabilizem a adoção das SPACs no Brasil, entretanto, a adoção desse tipo de estrutura exigiria a superação de determinados entraves.

Dentre as considerações apresentadas pela B3 no relatório elaborado, é mencionada a necessidade de superação de determinados entraves para a efetiva implementação da estrutura das SPACs no Brasil. Nesse sentido, são elencados no relatório supracitado os seguintes entraves:

4.2.1. A específica destinação dos recursos captados pela SPAC.

De acordo com o relatório da B3, os recursos auferidos com o IPO da SPAC são fundamentais para a aquisição da empresa-alvo e, conseqüentemente, para o sucesso do empreendimento. Nesse sentido, a recomendação da B3 é de que seja direcionada uma especial atenção para a adequada administração desses valores.

Ao analisar as práticas adotadas internacionalmente sobre o tema, observa-se que as principais bolsas de valores, a Nasdaq Stock Market (Nasdaq) e a New York Exchange Commission (NYSE), requerem que pelo menos 90% (noventa por cento) dos recursos captados mediante IPO da SPAC sejam depositados em conta garantia⁷⁹, a fim de (i) viabilizar o investimento na sociedade alvo, devidamente aprovado em assembleia geral de acionistas ou, em alguns casos, pelo conselho de administração da SPAC; (ii) garantir o pagamento dos valores proporcionais à

⁷⁷ B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Páginas 12 a 15. http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2021/sdm0221_B3.pdf. Acesso em 09 de março de 2022, às 18h34:

⁷⁸B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. SPACs: Práticas Internacionais e Aspectos de Governança. Disponível em:

<https://www.b3.com.br/data/files/C9/64/59/46/5FFFF7104532BBF7AC094EA8/Relatorio%20SPACs.pdf>. Acesso em 26 de abril de 2022, às 16h30.

⁷⁹ Vide Nasdaq Stock Market (Nasdaq) Rule IM-5101-2: “Listing of Companies Whose Business Plan is to Complete One or More Acquisitions” e Section 102.06 da New York Stock Exchange (NYSE) Listed Company Manual: “102.06 Minimum Numerical Standards - Acquisition Companies”.

participação dos acionistas da SPAC, caso optem por sair da estrutura no contexto da combinação de negócios; e (iii) viabilizar a restituição de capital aos investidores em caso de liquidação da SPAC.

Observando o disposto acima, a B3 recomendou, no supracitado relatório, que os documentos que formalizam a contratação da conta garantia, bem como os documentos da oferta, estabeleçam a utilização dos recursos depositados às destinações elencadas acima.

Adicionalmente, recomenda a vedação de movimentações da conta garantia para o pagamento de custos de manutenção da SPAC, como por exemplo, a remuneração dos administradores, diligência legal da empresa-alvo, honorários advocatícios, a viabilização da combinação de negócios, ou, ainda, para o pagamento de quaisquer benefícios eventualmente concedidos pela SPAC ao seu patrocinador, acionista controlador, administradores e pessoas a eles vinculadas.

4.2.2. Aprovação da Combinação de negócios em assembleia geral de acionistas.

Após a realização do IPO, inicia-se o processo de busca da empresa-alvo e, tão logo seja definida a empresa-alvo do empreendimento, a combinação de negócios deve ser formalmente aprovada pela SPAC.

Ao analisar as jurisdições estrangeiras, em especial a norte-americana⁸⁰, nota-se a possibilidade de realizar a aprovação da combinação dos negócios por meio de deliberação em sede de reunião do conselho de administração da SPAC, sem que haja a necessidade de aprovação por meio de assembleia geral de acionistas.

Além disso, tendo em vista que a especial importância da operação de combinação de negócios, visto que é essa operação que define em qual empresa e segmento comercial os acionistas investirão e, conseqüentemente, influencia diretamente o sucesso do empreendimento, os reguladores norte-americanos entendem que o *disclosure* é particularmente importante e a prestação

⁸⁰ Cf. Nasdaq Rule IM-5101-2 e Section 102.06 do NYSE Listed Company Manual, mencionadas acima, bem como a Section 251 do Delaware General Corporation Law: "Merger or consolidation of domestic corporations".

informativa deve estar relativamente alinhada ao que seria necessário caso a empresa-alvo estivesse realizando um IPO⁸¹.

De acordo com a *Securities Exchange Commission* (“SEC”), é necessário disponibilizar informações importantes sobre os negócios da empresa-alvo, como, por exemplo, as demonstrações financeiras, os principais termos da transação, incluindo a estrutura de capital da entidade resultante da combinação de negócios, bem como informações referentes aos interesses das partes envolvidas na transação, incluindo o *Sponsor* da SPAC⁸².

Paralelamente, a Lei Federal n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das S.A.”) possibilita que a deliberação referente à aquisição da empresa-alvo seja submetida ou não à assembleia geral de acionistas, dependendo do formato optado para proceder com a aquisição.

A combinação de negócios pode ocorrer sob o formato de diversas operações societárias, sendo que algumas delas necessariamente são de competência privativa da assembleia geral, como a incorporação de sociedades, incorporação de ações, fusão ou transação com parte relacionada que corresponda a mais de 50% (cinquenta por cento) do valor dos ativos totais da SPAC, constantes do último balanço aprovado, nos termos do art. 122, incisos VIII e X, da Lei das S.A.

Art. 122. Compete privativamente à assembleia geral:

⁸¹ “The overall thrust of any changes would be to bring de-SPAC mergers more in line with traditional IPOs” (<https://www.whitecase.com/publications/insight/record-breaker-us-ma-2021/whats-next-spacs>, destacou-se).

“The guidance statements [da SEC] include the following: (...) Questioning the use of revenue projections by stat-ups merging with SPACs and whether de-SPAC transactions should be treated more akin to traditional IPOs” (<https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2021/09/guide-to-special-purpose-acquisitioncompanies.pdf>, destacou-se).

⁸² “Proxy, information or tender offer statement. If the SPAC seeks shareholder approval of the initial business combination, it will provide shareholders with a proxy statement in advance of the shareholder vote. In cases where the SPAC does not solicit the approval of public shareholders, because certain shareholders, such as the sponsor and its affiliates, hold enough votes to approve the transaction, it will provide shareholders with an information statement in advance of the completion of the initial business combination. “The proxy or information statement will contain important information about the business of the company that the SPAC wants to acquire, the financial statements of the company, interests of the parties to the transaction, including the sponsor of the SPAC, and the terms of the initial business combination transaction, including the capital structure of the combined entity.” (SEC investor bulletin: “What you need to know about SPACs”, destacou-se)

VIII - deliberar sobre transformação, fusão, incorporação e cisão da companhia, sua dissolução e liquidação, eleger e destituir liquidantes e julgar as suas contas;

X - deliberar, quando se tratar de companhias abertas, sobre a celebração de transações com partes relacionadas, a alienação ou a contribuição para outra empresa de ativos, caso o valor da operação corresponda a mais de 50% (cinquenta por cento) do valor dos ativos totais da companhia constantes do último balanço aprovado.

No entanto, é possível que as operações que não se enquadrem nos institutos mencionados acima não sejam submetidas à assembleia geral da SPAC.

Não obstante, a B3 recomenda, em seu relatório, que a aprovação da combinação de negócios seja sempre realizada por meio de deliberação em assembleia geral de acionistas, independentemente do formato escolhido, observado o devido *disclosure* nos documentos do conclave acerca.

4.2.3. Cláusulas mínimas estatutárias

Conforme exposto anteriormente, uma das particularidades da SPAC consiste na flexibilidade da estrutura, decorrente da possibilidade de os investidores reaverem os valores aportados por ocasião da deliberação a respeito da combinação de negócios, o que lhes permite maior previsibilidade e liberdade de escolha.

Diante disso, no intuito de reforçar esta característica inerente às SPACs, a B3 recomenda que o estatuto social da SPAC estabeleça as hipóteses de ressarcimento do valor correspondente aos aportes efetuados no IPO, proporcionalmente aos recursos depositados em conta garantia.

Idealmente, tal direito seria concedido, pelo menos, nos cenários de: (i) aprovação da combinação de negócios; (ii) alteração do estatuto social da SPAC que implique em restrição de direitos ou imposição de ônus aos seus acionistas; e (iii) alteração do patrocinador da SPAC.

4.2.4. Ressarcimento de Investidores

Tendo em vista o fato de que nem todas as SPACs conseguem atingir o objetivo de encontrar a empresa-alvo e concluir a combinação de negócio, a B3 ressalta a necessidade de proceder com (i) a devolução dos recursos da conta

garantia para os acionistas da SPAC, proporcionalmente às suas respectivas participações; e (ii) a delistagem da SPAC⁸³.

4.2.5. Obrigações Informativas

Em benefício do adequado disclosure⁸⁴ aos acionistas e ao mercado em geral, recomenda-se que a SPAC divulgue em seu Formulário de Referência – e no Prospecto ou Fato Relevante, conforme aplicável, do pretendido IPO – as seguintes informações, sem prejuízo dos demais deveres informativos previstos na legislação e regulamentação aplicáveis:

1. os fatores de riscos especificamente decorrentes da estrutura da SPAC, incluindo:
 - i) o fato de que os recursos captados via IPO se destinam ao investimento em uma outra companhia que não a própria SPAC;
 - ii) a ausência de obrigação (salvo disposição estatutária diversa) de obter uma opinião de um assessor financeiro independente acerca da precificação das transações com potenciais empresas-alvo;
 - iii) ausência de histórico da SPAC (recém-constituída);
 - iv) ausência de arcabouço jurídico no Brasil elaborado especificamente para SPACs;
 - v) possibilidade de não ser executada de forma satisfatória uma combinação de negócios com empresas-alvo;
 - vi) o direito de reaver o investimento por acionistas pode dificultar a realização de combinações de negócios;
 - vii) a existência de prazo pode limitar o poder de negociação para eventual combinação de negócios.
2. a remuneração devida e eventuais benefícios concedidos ao patrocinador e pessoas a ele vinculadas;

⁸³ Vide Nasdaq Rule IM-5101-2 e Section 102.06 do NYSE Listed Company Manual, mencionadas acima.

⁸⁴ Vale destacar a atuação da Securities and Exchange Commission (SEC) com relação a exigência de disclosure mais detalhado no contexto do IPO e combinação de negócios: <<https://www.sec.gov/news/public-statement/munter-spac20200331>>, <<https://www.sec.gov/news/public-statement/spacs-ipos-liability-risk-under-securities-laws>>, <<https://www.sec.gov/news/public-statement/accounting-reporting-warrants-issued-spacs>> e <<https://www.sec.gov/news/speech/peirce-remarks-fordham-journal-102221>>. Além disso, vide Singapore Exchange (SGX) Mainboard Listing Rule, No. 625: “Additional requirements to SPACs”

3. a fonte dos recursos que custearão a manutenção da SPAC no período entre o IPO e a combinação de negócios;
4. as principais características da conta garantia, incluindo o nome da instituição financeira administradora; e
5. os dados e condições de exercício dos bônus de subscrição de sua emissão, caso existentes.

4.3. Primeira SPAC brasileira

O primeiro pedido de listagem de uma SPAC no Brasil foi apresentado à B3 em agosto de 2021, pela consultoria Alvarez & Marsal Investimentos, e o referido processo se encontra, atualmente, em análise perante a CVM e a B3.

De acordo com o fato relevante publicado em 8 de dezembro de 2021⁸⁵, a SPAC deverá ser registrada junto à CVM na Categoria “A”, e a administração ficará a cargo da Alvarez & Marsal Holdings LLC, que será o Sponsor.

A SPAC pretende realizar uma oferta pública com esforços restritos destinada apenas a investidores profissionais e deve listar suas ações e demais valores mobiliários no segmento Nível 2 da B3.

4.4. Riscos relacionados às operações envolvendo SPACs

A SPAC apresenta uma série de benefícios ao mercado e aos investidores, ao democratizar a busca por maiores investimentos através de custos mais baixos que o IPO, demonstrando uma desburocratização de processos fortemente regulados. Ademais, oferecem segurança aos investidores através da possibilidade de retirarem seu investimento no momento da fusão ou aquisição ou ao final do período de busca por empresa-alvo, caso seu propósito não se concretize.

Ainda que muitas sejam as vantagens de se utilizar Companhias de Propósito Específico de Aquisição, há também riscos são inevitáveis, o que demanda uma regulação eficiente visando proteger o mercado, investidores e empresas-alvo. Mais além, muitos são aqueles que veem com ceticismo o atual movimento do mercado de

⁸⁵ Fato Relevante da Alvarez & Marsal Investimentos I S.A. Disponível em: <https://portal.mzgroup.com/fatosrelevantes/fato-relevante-139/> Acesso em 29 de maio de 2022, às 21h00.

investir pesado em tais companhias, dentre os quais podemos citar Jim Chanos⁸⁶, famoso por ter previsto o colapso da gigante de energia Enron.

Identificando o *boom* de SPACs de “castelo no ar”, Chanos afirma que muitas das companhias que decidiram surfar na onda das SPACs possuem ofertas que nunca passariam pelo funil regulatório de IPOs convencionais e, conseqüentemente, tendem a manipular suas projeções com o intuito de atrair mais e mais investidores para suas companhias, como no caso da Lordstown Motors.⁸⁷ A montadora de automóveis elétricos informou seus investidores que corria o risco de quebrar, apesar de ter declarado ter saúde financeira o bastante para sua operação meses antes.

Outros riscos recorrentes atrelados às SPACs são a dificuldade de estabelecer exatamente qual a remuneração dos *sponsors*, uma vez que possuem regras diferentes de outros tipos de programas de remuneração para administradores, como fundos, por exemplo. Outro aspecto a ser considerado, e já citado no item anterior, é o possível conflito de interesses entre os *sponsors* e os investidores com a aproximação do prazo final para a fusão ou aquisição de empresa-alvo.⁸⁸

Uma vez que parte da remuneração dos *sponsors* está atrelada a participação do negócio incorporado pela SPAC, a diminuição do prazo pode fazer com que os *sponsors* tomem escolhas duvidosas, no que tange a saúde e adequação da empresa-alvo para os planos do SPAC e seus investidores visando a conclusão do ciclo da SPAC e evitando sua dissolução caso uma empresa-alvo não seja encontrada.⁸⁹

Outro risco em relação à operação das SPACs é a transparência e divulgação das informações aos investidores, o que acaba por esbarrar em dois agravantes advindos da estruturação da SPAC: (i) não há instituição financeira como coordenadora da oferta; e (ii) considerando que a SPAC não possui operação e muito

⁸⁶ AGNEW, Harriet. ALIAJ, Ortenca. Spac boom is creating 'castles in the sky'. Financial Times. Disponível em: <https://www.ft.com/content/da44b18e-51e5-40ab-9e34-70879952edce>. Acesso em 11 de abril de 2022, às 21h00.

⁸⁷ FINANCIAL TIMES. Lordstown Motors rues broken promises after disappointing investors. 2021. Disponível em: <https://www.ft.com/content/7bd08074-c61c-422b-a637-0c309ef847d4>. Acesso em 11 de abril de 2022, às 21h00.

⁸⁸ DUTRA, Marcos G. MANSUR, Fernanda F. SPACs à brasileira: hora de aprender com as lições lá fora. 2021. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/disclosure/spacs-a-brasileira-hora-de-aprender-com-as-licoes-la-fora-07102021>. Acesso em 11 de abril de 2022, às 21h00.

⁸⁹ *Ibidem*

menos se sabe qual será a empresa-alvo operacional que será adquirida, resta ao investidor confiar nos sponsors da operação.

A agência internacional de notícias Reuters elenca, além dos riscos já citados, a possibilidade de diligências legais duvidosas em relação à saúde financeira da SPAC e da empresa-alvo, conforme citado por Jim Chanos. A diligência legal muitas vezes revela lapsos nos relatórios financeiros.⁹⁰

Como a maioria das empresas adquiridas são privadas, suas demonstrações financeiras históricas não possuem os mesmos requisitos de uma empresa pública. Essas demonstrações financeiras não são revisadas pela SEC até que a aquisição ocorra, ao contrário de um IPO tradicional, que passa por um rigoroso processo de verificação junto à SEC.⁹¹

Um risco que também deve ser lembrado é a incerteza de sucesso após a escolha da empresa-alvo. Não há como garantir que a aquisição será realmente concluída. Existem negócios que nunca se concretizam mesmo após meses de diligência legal, reuniões e acordos. Inúmeros fatores podem impedir a conclusão da operação, incluindo mudanças de opinião por parte do comprador ou do vendedor, ou fatores ambientais externos, incluindo mercados de financiamento turbulentos e até mesmo a pandemia da COVID-19.⁹²

5. CONCLUSÃO

Como discutido anteriormente, as SPACs estão em alta e, atualmente, figuram como um dos tópicos mais discutidos por reguladores, investidores e acadêmicos no âmbito do mercado de capitais. Ultrapassaram em número e em valores arrecadados as operações de IPOs tradicionais no primeiro semestre de 2021 e demonstram que, apesar da incerteza, provavelmente serão parte do cenário econômico dos principais mercados de capitais mundiais nos próximos anos.

⁹⁰ SILVERMAN, Lisa. Guest view: SPAC investors face six key risks, Reuters. 2021. Disponível em: <https://www.reuters.com/breakingviews/guest-view-spac-investors-face-six-key-risks-2021-05-13/>. Acesso em 11 de abril de 2022, às 21h00.

⁹¹ Ibidem.

⁹² STEWART, John. Beware of These Five SPAC Risks. 2021. Disponível em <https://middlemarketgrowth.org/the-portfolio-beware-of-these-five-spac-risks/>. Acesso em 11 de abril de 2022, às 21h00.

A adoção das SPACs pelo mercado de capitais consiste em um tema de grande interesse no Brasil e através da pesquisa feita para este trabalho, sua estrutura e bases são descritas com o intuito de esclarecer seu funcionamento. Adicionalmente, o paralelo com o processo do IPO nos apresenta muitas das diferenças entre as duas ferramentas e como as SPACs se utilizam do IPO para abrir seu capital ainda sem nenhuma operação com o intuito de fundir-se ou adquirir uma companhia em um segundo momento.

Conforme demonstrado, as SPACs beneficiam a democratização do mercado de capitais, possibilitando a antrada de companhias de pequeno e médio porte a esses recursos, ao se apresentar como alternativa a processos longos e custosos de IPOs tradicionais. Além disso, possibilitam aos investidores a retirada de seu investimento no momento da fusão ou aquisição da empresa-alvo ainda com a garantia de que, caso uma empresa-alvo não seja encontrada ou caso a fusão ou aquisição falhe até o final do prazo estipulado pela SPAC, seu investimento será retornado.

Não obstante às vantagens de um IPO realizado por meio de SPAC, riscos também se apresentam, principalmente no que tange a um possível conflito de interesses dos *sponsors*, além de haver poucas medidas de salvaguarda referente à quantidade e qualidade das informações divulgadas aos investidores durante o processo. Essa falta de transparência se apresenta como um grande risco aos investidores na medida em que sua capacidade de tomar decisões depende inteiramente da disposição desse tipo de informação.

Os supracitados riscos devem ser levados em consideração, diante da possibilidade de se adotar a estrutura das SPAC em território nacional, dentro do contexto da reforma do regime de ofertas públicas no âmbito da CVM.

Não há como negar que a disposição de ferramentas de abertura de capital, que tornam o mercado de capitais mais acessível a empresas de estrutura e prote maiores é algo a ser desejado.

No entanto, é fundamental analisar a forma com que a SPAC será implementada. Naturalmente a simples autorização para o funcionamento ou apenas a alteração do arcabouço de normas da CVM especificamente em relação à SPAC

não será suficiente para oferecer aos investidores e empresas um sistema confiável e seguro.

Nesse sentido, o presente trabalho demonstrou a necessidade de estruturação de medidas que viabilizem a mitigação dos riscos supracitados, a fim de possibilitar o acesso às SPACs sem comprometer a segurança dos investidores envolvidos.

Dentre essas medidas, ressalta-se a necessidade de uma maior transparência no processo de IPO de uma SPAC, paralelamente a uma maior fiscalização e supervisão do trabalho dos sponsors, tendo em vista o papel decisivo deste agente com relação ao sucesso da operação, paralelamente ao pontecial conflito de interesses deste agente ao longo da operação.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

1. A História da Bolsa. Disponível em: <https://www.acervob3.com.br/historia-da-bolsa>
Acesso em 29 de maio de 2022, às 23h00.
2. AGNEW, Harriet. ALIAJ, Ortenca. Spac boom is creating 'castles in the sky'. Financial Times. Disponível em: <https://www.ft.com/content/da44b18e-51e5-40ab-9e34-70879952edce>. Acesso em 11 de abril de 2022, às 21h00.
3. ALMEIDA, Ian Coelho de Souza. Abolição, encilhamento e mercado financeiro: uma análise da primeira crise financeira republicana. Rev. Econ. do Centro-Oeste, Goiânia, v.2, n.2, pp. 19-36, 2016.
4. ASHFORD, Kate. SCHMITD, John. What is na IPO. Forbes. 2021. Disponível em: <https://www.forbes.com/advisor/investing/initial-public-offering-what-is-an-ipo/>.
Acessado em 11 de abril de 2022, às 23h00.
5. BAZERMAN, Max H. PATEL, Paresh. Harvard Business Review. 2021. Disponível em: <https://hbr.org/2021/07/spacs-what-you-need-to-know>. Acesso em 11 de abril de 2022, às 21h00
6. BTG PACTUAL. 2021. <https://www.btgpactualdigital.com/como-investir/artigos/bolsa-de-valores/ipo-oferta-publica-inicial-o-que-e-etapas-e-como-investir>. Acesso em 11 de abril de 2022, às 21h00.
7. B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Disponível em: <https://www.acervob3.com.br/historia-da-bolsa> Acesso em 29 de maio de 2022, às 23h40.
8. B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Comunicado ao Mercado publicado em 8 de maio de 2008. Disponível em: <https://ri.b3.com.br/pt-br/outras-informacoes-para-investidores/central-de-downloads/> Acesso em 29 de maio de 2022, às 23h40.

9. B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-estatisticas-historicas.htm Acesso em 08 de março de 2022, às 17h04.
10. B3. Guia do IPO. 2021. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/09/C7/6D/4C/29207710FB5A3B67AC094EA8/B3%20-%20Guia%20do%20IPO.pdf>. Acesso em 08 de março de 2022, às 17h04.
11. B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2021/sdm0221_B3.pdf Acesso em 09 de março de 2022, às 16h35.
12. B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2021/sdm0221_B3.pdf Acesso em 09 de março de 2022, às 16h35.
13. B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. Páginas 12 a 15. http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2021/sdm0221_B3.pdf Acesso em 09 de março de 2022, às 18h34.
14. B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão. SPACs: Práticas Internacionais e Aspectos de Governança. Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/C9/64/59/46/5FFFF7104532BBF7AC094EA8/Relatorio%20SPACs.pdf> Acesso em 26 de abril de 2022, às 16h30.
15. CHAMBERS, David. DIMSON, Elroy. Financial Market History: Reflections on the Past for Investors Today. CFA Institute Research Foundation. 2016.
16. Credit Suisse Report “Making Waves: the evolution of SPACs”, disponível em: <https://www.credit-suisse.com/es/en/investment-banking/ibcm/corporate-insights/makingwaves.html> Acesso em 26 de abril de 2022, às 14h49.

17. CVM. Disponível em:
https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html. Acesso em 29 de maio de 2022, às 23h40.
18. CVM. 2021. Disponível em;
<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst400.html>. Acesso em 11 de abril de 2022, às 21h00.
19. CVM. 2021. Disponível em:
<http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst480.html>. Acesso em 11 de abril de 2022, às 21h00.
20. CVM. 2021. Disponível em:
http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2021/sdm0221.html. Acesso em 11 de abril de 2022, às 21h00.
21. Companhias em que o capital social está dividido em ações ofertadas ao público, seja aos investidores institucionais ou individuais, através de listagem em bolsa de valores. REIS, Tiago. Você sabe o que é uma empresa de capital aberto? 2018. Disponível em: <https://www.sunos.com.br/artigos/empresa-capital-aberto/> Acesso em 11 de abril de 2022, às 23h00.
22. Esse valor incentivou alguns bancos a patrocinarem SPACs próprias, como é o caso da Goldman Sachs. REINASSANCE CAPITAL. Goldman Sachs' SPAC GS Acquisition II files for a \$700 million IPO. 2020. Disponível em: [https://www.renaissancecapital.com/IPO-Center/News/68809/Goldman-Sachs-SPAC-GS-Acquisition-II-files-for-a-\\$700-million-IPO](https://www.renaissancecapital.com/IPO-Center/News/68809/Goldman-Sachs-SPAC-GS-Acquisition-II-files-for-a-$700-million-IPO) Acesso em 09 de março de 2022, às 16h35.
23. DUTRA, Marcos G. MANSUR, Fernanda F. SPACs à brasileira: hora de aprender com as lições lá fora. 2021. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/disclosure/spacs-a-brasileira-hora-de-aprender-com-as-licoes-la-fora-07102021> Acesso em 11 de abril de 2022, às 21h00.

24. Empresas no qual o capital social é dividido em ações que, por sua vez, estão no controle de poucos sócios e que não estão ofertadas ao público geral através de uma bolsa de valores. REIS, Tiago. Empresa de capital fechado tem características próprias. Saiba quais são. Suno. 2018. Disponível em: <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/empresa-capital-fechado/> Acesso em 11 de abril de 2022, às 23h00.
25. FERNANDO. Jason. What is an Initial Public Offering. Investopedia. 2021 Disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/i/ipo.asp> Acesso em 08 de março de 2022, às 17h04
26. FINANCIAL TIMES. Spac boom eclipses 2020 fundraising record in single quarter. Disponível em: <https://www.ft.com/content/321400c1-9c4d-40ac-b464-3a64c1c4ca80> . Acesso em 11 de abril de 2022, às 21h00.
27. FINANCIAL TIMES. Lordstown Motors rues broken promises after disappointing investors. 2021. Disponível em: <https://www.ft.com/content/7bd08074-c61c-422b-a637-0c309ef847d4> Acesso em 11 de abril de 2022, às 21h00.
28. GOETZMANN, William N.; ROUWENHORST, K. Geert (2005). The Origins of Value: The Financial Innovations that Created Modern Capital Markets. (Oxford University Press)
29. Harvard Law School Forum on Corporate Governance “Special Purpose Acquisition Companies: An Introduction”, disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/06/special-purpose-acquisition-companies-anintroduction/>.

30. HEYMAN, Derek K. From Blank Check to SPAC: The Regulators Response to the Market, and the Market's Response to the Regulation. The Ohio State University Moritz College of Law. 2008.
31. História do Mercado de Capitais. Disponível em:
https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Academico/O_Mercado_de_valores_mobiliarios_brasileiro/Historia_Mercado-Capitais.html Acesso em 29 de maio de 2022, às 23h40.
32. LEWELLEN, S. (2009). SPACs as an Asset Class. Disponível em: SSRN 1284999
<http://ssrn.com/abstract=1284999>
33. Mercado de valores mobiliários brasileiro. Comissão de Valores Mobiliários. 4ª ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2019, p. 36.
34. NETTO, J. P. Pequena história da ditadura militar brasileira (1964-1985). São Paulo: Cortez, 2014.
35. Nubank inicia negociação de BDRs na B3 e é a primeira empresa a realizar dupla listagem simultânea. https://www.b3.com.br/pt_br/noticias/nubank-inicia-negociacao-de-bdrs-na-b3.htm Acesso em 29 de maio de 2022, às 23h40.
36. O mercado de valores mobiliários brasileiro / Comissão de Valores Mobiliários. 3. ed. Rio de Janeiro: Comissão de Valores Mobiliários, 2014.
37. OECD. 2020, Public enforcement of corporate governance-related rules in Latin America: A comparison of Argentina, Brazil, Chile, Colombia, Mexico and Peru. Disponível em <https://www.oecd.org/corporate/Public-Enforcement-Corporate-Governance-Latin-America.pdf>. Acesso em 11 de abril de 2022, às 21h00.
38. PACKER, Andrew. Kiplinger. 2021. Disponível em:
<https://www.kiplinger.com/investing/stocks/ijos/603076/spacs-101-what-is-a-spac-how-does-it-work> Acesso em 09 de março de 2022, às 16h35.

39. Por que as empresas estão se juntando ao boom do SPAC. <https://www.pwc.com/us/en/services/deals/blog/spac-boom.html> Acesso em 8 de abril de 2022, às 17h00.
40. PRADO, Viviane M. DUTRA, Marcos M. MANSUR, Fernanda F. NANI, Ana P. Pêndulo regulatório no mercado de capitais. Jota. 2021. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/disclosure/pendulo-regulatorio-no-mercado-de-capitais-24062021>. Acesso em 11 de abril de 2022, às 21h00.
41. Prospecto Definitivo da Oferta Pública de Distribuição Primária e Secundária de Ações Ordinárias de emissão da Oncoclínicas do Brasil Serviços Médicos S.A. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/2b77cf83-e31f-4408-a759-a80d04f7f950/4dc10bf9-e375-99b8-dc19-a2547074754b?origin=1> Acesso em 08 de março de 2022, às 17h00.
42. Prospecto Definitivo da Oferta Pública de Distribuição Primária de Ações Preferenciais de emissão da Raízen S.A.. Disponível em: <https://www.rad.cvm.gov.br/ENET/frmExibirArquivoIPEExterno.aspx?NumeroProtocoloEntrega=889189> Acesso em 08 de março de 2022, às 17h01.
43. Prospecto Definitivo da Oferta Pública de Distribuição Primária de Ações Ordinárias de emissão da TC Traders Club S.A. Disponíveis em: https://d3u3ucul09dev0.cloudfront.net/docs/TC_Prospecto%20Definitivo_26072021.pdf Acesso em 08 de março de 2022, às 17h02.
44. Prospecto Definitivo da Oferta Pública de Distribuição Primária de Ações Ordinárias de emissão da Multilaser Industrial S.A. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/0d3ffa68-6034-4fe9-b934-6f33fa35d31c/752e39f2-64da-bda0-fc21-968d7b153b8e?origin=1> Acesso em 08 de março de 2022, às 17h03.

45. RAMKUMAR, Amrith. The Wall Street Journal. 2021. Disponível em: <https://www.wsj.com/articles/they-created-the-spac-in-1993-now-theyre-reaping-the-rewards-11615285801> Acesso em 08 de março de 2022, às 17h04.
46. Regulamento do Novo Mercado da B3. Disponível em: [https://www.b3.com.br/data/files/A0/67/76/4E/BC1BE71092ECAAE7AC094EA8/R%20regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%202003.10.2017%20\(San%C3%A7%C3%B5es%20pecuni%C3%A1rias%202022\).pdf](https://www.b3.com.br/data/files/A0/67/76/4E/BC1BE71092ECAAE7AC094EA8/R%20regulamento%20do%20Novo%20Mercado%20-%202003.10.2017%20(San%C3%A7%C3%B5es%20pecuni%C3%A1rias%202022).pdf) Acesso em 29 de maio de 2022, às 23h40.
47. Regulamento do Nível 1 de Governança Corporativa da B3. Disponível em: [https://www.b3.com.br/data/files/EB/33/F5/D4/3D1BE71092ECAAE7AC094EA8/R%20regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%201%20\(San%C3%A7%C3%B5es%202022\).pdf](https://www.b3.com.br/data/files/EB/33/F5/D4/3D1BE71092ECAAE7AC094EA8/R%20regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%201%20(San%C3%A7%C3%B5es%202022).pdf). Acesso em 29 de maio de 2022, às 23h40.
48. Regulamento do Nível 2 de Governança Corporativa da B3. Disponível em: [https://www.b3.com.br/data/files/CE/D2/27/EB/2D1BE71092ECAAE7AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%202%20\(San%C3%A7%C3%B5es%202022\).pdf](https://www.b3.com.br/data/files/CE/D2/27/EB/2D1BE71092ECAAE7AC094EA8/Regulamento%20de%20Listagem%20do%20N%C3%ADvel%202%20(San%C3%A7%C3%B5es%202022).pdf) Acesso em 29 de maio de 2022, às 23h40.
49. REIS, Tiago. Empresa de capital fechado tem características próprias. Saiba quais são. Suno. 2018. Disponível em: <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/empresa-capital-fechado/>. Acesso em 11 de abril de 2022, às 21h00.
50. REIS, Tiago. Você sabe o que é uma empresa de capital aberto? 2018. Disponível em: <https://www.suno.com.br/artigos/empresa-capital-aberto/>. Acesso em 11 de abril de 2022, às 21h00.
51. REIS, Tiago. IPO: como é feita a abertura de capital de uma empresa na bolsa? Suno Research. 2017. <https://www.suno.com.br/artigos/ipo/>. Acesso em 11 de abril de 2022, às 21h00.

52. REINASSANCE CAPITAL. Goldman Sachs' SPAC GS Acquisition II files for a \$700 million IPO. 2020. Disponível em: [https://www.renaissancecapital.com/IPO-Center/News/68809/Goldman-Sachs-SPAC-GS-Acquisition-II-files-for-a-\\$700-million-IPO](https://www.renaissancecapital.com/IPO-Center/News/68809/Goldman-Sachs-SPAC-GS-Acquisition-II-files-for-a-$700-million-IPO). Acesso em 11 de abril de 2022, às 21h00.
53. RODRIGUES, Ana Carolina. FGV Direito SP. 2011. Disponível em <https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/8813>. Acesso em 11 de abril de 2022, às 21h00.
54. SCHINCARIOL, Juliana. Valor Econômico. 2021. Disponível em: <https://valor.globo.com/financas/noticia/2021/08/24/spac-no-brasil-requer-ajustes-na-regulacao.ghtml>. Acesso em 11 de abril de 2022, às 21h00.
55. SPACs: Práticas Internacionais e Aspectos de Governança <https://www.b3.com.br/data/files/C9/64/59/46/5FFFFF7104532BBF7AC094EA8/Relatorio%20SPACs.pdf> Acesso em 26 de abril de 2022, às 15h01.
56. SPACs: Práticas Internacionais e Aspectos de Governança Disponível em: <https://www.b3.com.br/data/files/C9/64/59/46/5FFFFF7104532BBF7AC094EA8/Relatorio%20SPACs.pdf> Acesso em 26 de abril de 2022, às 15h01.
57. SEC. 2020. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/sro/nasdaq/2020/34-90245.pdf> Acesso em 09 de março de 2022, às 16h35.
58. SEC. Rule 3a51-1 (17 CFR 240.3a51-1) sob o Securities Exchange Act de 1934. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/app/details/CFR-2011-title17-vol3/CFR-2011-title17-vol3-sec240-3a51-1> Acesso em 23 de fevereiro de 2022, às 12h00.
59. SEC. Recommendations of the Investor as Purchaser and Investor as Owner Subcommittees of the SEC Investor Advisory Committee regarding Special Purpose Acquisition Companies. 2021. Disponível em <https://www.sec.gov/spotlight/investor-advisory-committee-2012/draft-recommendation-of-the-iap-and-iao-subcommittees-on-spacs-082621.pdf> Acesso em 23 de fevereiro de 2022, às 12h00.

60. SEC. Penny Stock Definition for Purposes of Blank Check Rule, Exchange Act Release No. 33-7024, 55 SEC Docket 722 (Oct. 25, 1993), 17 C.F.R. § 240 (2007).
61. SEC Rule 419 (§230.419) do Securities Exchange Act de 1934. Disponível em <https://www.govinfo.gov/app/details/CFR-2016-title17-vol3/CFR-2016-title17-vol3-sec230-419>. Acesso em 11 de abril de 2022, às 21h00.
62. SILVERMAN, Lisa. Guest view: SPAC investors face six key risks, Reuters. 2021. Disponível em: <https://www.reuters.com/breakingviews/guest-view-spac-investors-face-six-key-risks-2021-05-13/> Acesso em 11 de abril de 2022, às 21h00.
63. STEWART, John. Beware of These Five SPAC Risks. 2021. Disponível em <https://middlemarketgrowth.org/the-portfolio-beware-of-these-five-spac-risks/>. Acesso em 11 de abril de 2022, às 21h00.
64. U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). “What You Need to Know About SPACs – Investor Bulletin”, disponível em: <https://www.sec.gov/oiea/investor-alerts-and-bulletins/whatyou-need-know-about-spacs-investor-bulletin>.
65. XP INVESTIMENTOS. 2021. Disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/aprenda-a-investir/relatorios/ipo/> Acesso em 08 de março de 2022, às 17h04.
66. YE, Jason. S&P. 2021. Disponível em: <https://www.spglobal.com/en/research-insights/articles/special-purpose-acquisition-companies-spacs-part-ii> Acesso em 09 de março de 2022, às 16h35.